Praxis

Cristian Duțescu

Contractul de vânzare-cumpărare de acțiuni

în reglementarea NCC

III 54.764

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Editura C.H. Beck

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BIBL. CENTR. UNIV.
„M. EMINESCU" IAŞI
III 54.764

PRAXIS

Contractul de vânzare-cumpărare de acțiuni

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

DUŢESCU, CRISTIAN

S-a născut la 20 februarie 1973, în Bucureşti; căsătorit cu Raluca, 2 copii – Sandra şi Costin.

Studii: Facultatea de Drept, Universitatea Bucureşti (1995); lucrarea de diplomă – „Bursa de valori"; doctor în drept al Universităţii din Bucureşti cu lucrarea „Contractul de vânzare-cumpărare de acţiuni" (2011).

Specializări: Fundaţia Europeană Drăgan – Curs de pieţe de capital (1995).

Activitate: avocat în cadrul Baroului Bucureşti (din 1995); avocat colaborator în cadrul Cabinetului individual de avocatură „Florin Bărbulescu", Bucureşti (1995-1997); avocat titular în cadrul Cabinetului individual de avocatură „Cristian Duţescu" (1998-2006); avocat coordonator în cadrul Societăţii Civile de Avocaţi „Duţescu şi Asociaţii", Bucureşti (din 2006); preparator universitar la Catedra de Drept civil a Universităţii Româno-Americane (1996); consultant juridic pentru Revista pieţei de capital „Investiţii şi Profit" (din 2005); colaborator al Catedrei de Drept civil a Facultăţii de Drept, Universitatea din Bucureşti (din octombrie 2009).

Publicaţii: Drepturile acţionarilor, ed. 1 (2006); Drepturile acţionarilor ed. a 2-a, Premiul „I.L. Georgescu" al Uniunii Juriştilor din România (2007), Manipularea pieţei de capital (2008); Legea privind piaţa de capital. Comentariu pe articole (2009); Drepturile acţionarilor, ed. a 3-a (2010). Autor a peste 30 de articole de specialitate în domeniul Dreptului comercial şi al Pieţei de capital, publicate în Revista „Investiţii şi Profit" şi în Revista de Drept Comercial.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Cristian Duțescu

S
580235

Contractul de vânzare-cumpărare de acțiuni

1012210
BCU IASI

ALE

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Editura C.H. Beck
București 2012

FOTOCOPIEREA
INTERZISĂ!

AVERTISMENT!

Având în vedere amploarea luată de fenomenul fotocopierii lucrărilor de specialitate, mai ales în domeniul Dreptului, atragem atenţia că, potrivit art. 14 şi 140 din Legea nr. 8/1996 privind dreptul de autor şi drepturile conexe, reproducerea operelor sau a produselor purtătoare de drepturi conexe, dacă respectiva reproducere a fost efectuată fără autorizarea sau consimţământul titularului drepturilor recunoscute de legea menţionată, constituie infracţiune şi se pedepseşte cu închisoare sau cu amendă. Prin reproducere, conform legii, se înţelege realizarea, integrală sau parţială, a uneia ori a mai multor copii ale unei opere, direct sau indirect, temporar ori permanent, prin orice mijloace şi sub orice formă.

Nu vă faceţi părtaşi la distrugerea cărţii!

Editura C.H. Beck este acreditată CNCSIS – Consiliul Naţional al Cercetării Ştiinţifice din Învăţământul Superior

Contractul de vânzare-cumpărare de acţiuni
Cristian Duţescu

Copyright © 2012 – Editura C.H. Beck

Toate drepturile rezervate Editurii C.H. Beck.
Nicio parte din această lucrare nu poate fi copiată fără acordul scris al Editurii C.H. Beck.
Drepturile de distribuţie în străinătate aparţin în exclusivitate editurii.

Descrierea CIP a Bibliotecii Naţionale a României
DUŢESCU, CRISTIAN
Contractul de vânzare-cumpărare de acţiuni /
Cristian Duţescu. - Bucureşti : Editura C.H. Beck, 2012
Bibliogr.
ISBN 978-973-115-980-5
347.451

Editura C.H. Beck Str. Serg. Nuţu Ion nr. 2, sector 5, Bucureşti
Tel.: 021.410.08.47; 021.410.08.09;
021.410.08.73; 021.410.08.46
Fax: 021.410.08.48
E-mail: comenzi@beck.ro

7 - NOV. 2013

Redactor: Raluca Antone
Tehnoredactor: Corina Voicu

Printed in Abagar, Bulgaria Fax: +359 62 64 69 93
e-mail: abagar@dir.bg Tel.: +359 62 64 39 36

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Cuprins

Abrevieri XXIII
Cuvânt-înainte XXV

Titlul I. Acţiunea. Noţiune, natură şi caractere juridice 1

Capitolul I. Noţiunea şi rolul economic 1
  Secţiunea 1. Noţiunea 1
  Secţiunea a 2-a. Rolul economic 2
Capitolul II. Natura juridică a acţiunilor 4
  Secţiunea 1. Premise conceptuale 4
  Secţiunea a 2-a. Necesitatea unei distincţii între bunurile corporale şi cele incorporale 4
  Secţiunea a 3-a. Determinarea naturii juridice acţiunilor 6
    3.1. Acţiunea este un bun mobil 6
    3.2. Natura juridică a acţiunilor emise în formă materială 7
      3.2.1. Argumente în sprijinul tezei caracterului juridic de bun corporal al acţiunilor emise în formă materială. Problema încorporării dreptului în titlu 7
      3.2.2. Argumente în sprijinul tezei caracterului juridic de bun incorporal al acţiunilor emise în formă materială 9
      3.2.3. Soluţia franceză 11
      3.2.4. Natura juridică a acţiunilor nominative emise în formă materială 11
      3.2.5. Natura juridică a acţiunilor la purtător 12
    3.3. Determinarea naturii juridice a acţiunilor dematerializate 14
Capitolul III. Caracterele juridice ale acţiunii 19
  Secţiunea 1. Acţiunile sunt titluri de valoare 19
  Secţiunea a 2-a. Acţiunile reprezintă un fragment din capitalul social al societăţii comerciale emitente 21
  Secţiunea a 3-a. Acţiunile unui emitent au o valoare egală 22
  Secţiunea a 4-a. Negociabilitatea acţiunilor 23
    4.1. Aspecte cu caracter general privind negociabilitatea acţiunilor 23
    4.2. Libera negociabilitate a acţiunilor admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată 27
    4.3. Restricţii ale liberei negociabilităţi 28
    4.4. Criterii legale de stabilire a liberei negociabilităţi 30
    4.5. Legătura dintre negociabilitate şi lichiditate 31
  Secţiunea a 5-a. Acţiunile sunt bunuri fungibile determinate generic 31
    5.1. Aspecte generale privind caracterul de bunuri de gen fungibile 31

5.2. Regimul juridic aplicabil transmiterii dreptului de proprietate din perspectiva caracterului fungibil și de bunuri de gen al acțiunilor 32
5.3. Ordinea în care se vând acțiunile 36
Secțiunea a 6-a. Acțiunile sunt bunuri neconsumptibile 37
Secțiunea a 7-a. Acțiunile sunt frugifere 38
Secțiunea a 8-a. Acțiunile sunt indivizibile 39
Secțiunea a 9-a. Acțiunile sunt sesizabile 40
Secțiunea a 10-a. Acțiunile tranzacționate pe piața de capital sunt valori mobiliare 40
Capitolul IV. Clasificarea acțiunilor 42
Secțiunea 1. Clasificarea în funcție de modalitatea în care sunt emise 42
Secțiunea a 2-a. Clasificarea în funcție de modul de identificare a titularului 43
2.1. Acțiunile nominative 43
2.2. Acțiunile la purtător 44
2.2.1. Aspecte cu caracter general privind acțiunile la purtător 44
2.2.2. Forma în care pot fi emise acțiunile la purtător 47
2.2.3. Soluția din dreptul francez în privința formei în care sunt emise acțiunile la purtător 48
2.2.4. Pot fi admise la tranzacționare într-un sistem multilateral de tranzacționare acțiunile la purtător? 49
Secțiunea a 3-a. Clasificarea în funcție de drepturile conferite 50
Secțiunea a 4-a. Clasificarea în funcție de modul și locul de transmitere al dreptului de proprietate 50

Titlul II. Definiția și caracterele juridice ale contractului de vânzare-cumpărare de acțiuni 52

Capitolul I. Contract de vânzare-cumpărare de acțiuni sau cesiune de creanță? ... 52
Secțiunea 1. Raportul juridic dintre acționar și societate 52
Secțiunea a 2-a. Analiză comparativă: vânzarea acțiunilor și cesiunea de creanță 54
2.1. Asemănări și deosebiri 54
2.2. Acțiunea-obiect al dreptului de proprietate sau creanță împotriva emitentului? 54
2.2.1. Normele legale din dreptul român și din dreptul francez 54
2.2.2. Argumente în sprijinul tezei cesiunii de creanță 55
2.2.3. Argumente în sprijinul tezei contractului de vânzare-cumpărare .. 57
Secțiunea a 3-a Acțiunea are natura unei creanțe *sui-generis* asupra emitentului, putând face obiectul dreptului de proprietate 58
Secțiunea a 4-a. Aplicarea regimului juridic al contractului de vânzare-cumpărare 60
4.1. Asigurarea opozabilității față de terți a înstrăinării acțiunilor se realizează conform regulilor de publicitate din materia contractului de vânzare-cumpărare 60
4.2. Valoarea patrimonială a dreptului transmis 61
4.3. Concluzii 62

Capitolul II. Definiția contractului de vânzare-cumpărare de acțiuni 63
  Secțiunea 1. Tranzacția bursieră. Definiție 63
    1.1. Definiții enunțate în doctrină 63
    1.2. Definiția propusă 64
    1.3. Analiza elementelor definitorii ale tranzacției bursiere 64
  Secțiunea a 2-a. Definiția contractului de vânzare-cumpărare de acțiuni nelistate și a contractului încheiat pe piața OTC 66
Capitolul III. Caracterele juridice ale contractului de vânzare-cumpărare de acțiuni 66
  Secțiunea 1. Caracterul juridic al contractului de vânzare-cumpărare de acțiuni în funcție de modul de formare 66
    1.1. Caracterul consensual al contractelor de vânzare-cumpărare de acțiuni nominative nelistate 66
    1.2. Caracterul consensual al contractelor de vânzare-cumpărare de acțiuni la purtător 68
    1.3. Caracterul solemn al contractelor de vânzare-cumpărare de acțiuni tranzacționate într-un sistem multilateral de tranzacționare 68
  Secțiunea a 2-a. Caracterul sinalagmatic comutativ 71
  Secțiunea a 3-a. Caracterul de contract negociat 74
    3.1. Contractele încheiate prin negocieri bilaterale 74
    3.2. Contractele încheiate în cadrul unor sisteme multilaterale de tranzacționare 75
  Secțiunea a 4-a. Alte caractere juridice 77

Titlul III. Părțile contractului de vânzare-cumpărare de acțiuni. Raporturile juridice create 78

Capitolul I. Aspecte introductive. necesitatea identificării părților unei tranzacții bursiere 78
Capitolul II. Elemente specifice privind părțile contractului de vânzare-cumpărare de acțiuni 79
  Secțiunea 1. Părțile contractului de vânzare-cumpărare de acțiuni nelistate 79
  Secțiunea a 2-a. Părțile contractului de vânzare-cumpărare de acțiuni listate 80
  Secțiunea a 3-a. Situații juridice în care beneficiarul real al efectelor patrimoniale ale contractului de vânzare-cumpărare de acțiuni este o altă persoană decât partea în numele căreia este încheiat 81
    3.1. Trust contract. Contractul de fiducie 81
    3.2. Operațiunile de tip *nominee* 83
    3.3. Instrumente financiare derivate care dau dreptul la achiziția de acțiuni (certificatele de depozit) 85
    3.4. Drept comparat referitor la identificarea beneficiarului real al efectelor patrimoniale izvorând din raporturile juridice încheiate pe piața de capital 85
  Secțiunea a 4-a. Părțile tranzacțiilor încheiate pe piețele de negociere tip OTC 86

Capitolul III. Intermediarii autorizaţi – persoane juridice implicate în încheierea tranzacţiei bursiere 87
Secţiunea 1. Obligativitatea încheierii tranzacţiilor pe piaţa de capital prin mandatar 87
1.1. Temeiul de drept al obligativităţii încheierii prin mandatar a tranzacţiilor pe piaţa de capital 87
1.2. Rolul intermediarilor pe piaţa de capital 87
1.3. Aspecte privind monopolul prestării serviciilor de investiţii financiare 88
Capitolul IV. Problema raporturilor juridice existente pe piaţa de capital între subiectele de drept implicate în încheierea tranzacţiei bursiere şi în producerea efectelor acesteia 89
Secţiunea 1. Identificarea raporturilor juridice generate de încheierea unei tranzacţii pe piaţa de capital 89
Secţiunea a 2-a. Raporturile juridice dintre intermediarii autorizaţi care au încheiat tranzacţia în temeiul ordinelor date de clienţii lor şi operatorul de piaţă sau de sistem 90
Secţiunea a 3-a. Raporturile juridice dintre intermediarii autorizaţi şi clienţii lor, pe de o parte şi depozitarul central (persoana juridică care efectuează serviciile de compensare-decontare), pe de altă parte 93
3.1. Raporturile juridice dintre intermediarul autorizat şi depozitarul central 93
3.2. Raporturile juridice dintre investitor şi depozitarul central 96
3.3. Natura raporturilor juridice dintre deţinătorii de valori mobiliare şi depozitarul central 96
Secţiunea a 4-a. Analiza raportului părţi-terţi în cazul tranzacţiei bursiere 98
4.1. Propunerile din doctrina franceză privind reconfigurarea trinomului părţi-terţi-succesori 98
4.2. Opiniile din doctrina română cu privire la sfera de incidenţă a noţiunii de parte 101
4.3. Sfera de incidenţă a noţiunii de parte în tranzacţiile încheiate pe piaţa de capital 102
Capitolul V. Cazuri speciale în care una dintre părţile tranzacţiei este un profesionist al pieţei 103
Secţiunea 1. Operatorul independent (internalizatorul sistematic) 104
Secţiunea a 2-a. Formatorul de piaţă 106
2.1. Noţiunea de formator de piaţă (*market maker*) 106
2.2. Condiţii privind autorizarea. Drepturile şi obligaţiile intermediarilor autorizaţi ca *market maker* pe piaţa reglementată operată de Bursa de Valori Bucureşti 108
2.3. Reguli de tranzacţionare 109
Capitolul VI. Problema existenţei unei răspunderi reciproce a investitorilor în cazul contractelor de vânzare-cumpărare de acţiuni încheiate pe piaţa de capital 109
Secţiunea 1. Problema răspunderii în cazul tranzacţiilor bursiere efectuate în cadrul unor sisteme multilaterale de tranzacţionare 109

Secţiunea a 2-a. Problema răspunderii în cazul tranzacţiilor încheiate în sisteme bilaterale de tranzacţionare 110
Secţiunea a 3-a. Problema răspunderii în cazul tranzacţiilor încheiate în cadrul ofertelor publice 111

Titlul IV. Condiţii de validitate ale contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni 112

Capitolul I. Încheierea contractului de servicii de investiţii financiare – condiţie de validitate a tranzacţiei bursiere 112
Secţiunea 1. Intermediarii – noţiune şi rol 112
1.1. Elemente definitorii ale instituţiei juridice a intermediarilor de servicii financiare 112
Secţiunea a 2-a. Natura, caracterele şi regimul juridic aplicabil contractului de servicii de investiţii financiare 113
2.1. Natura juridică 113
2.2. Caracterele juridice ale contractului de servicii de investiţii financiare 119
2.3. Regimul juridic aplicabil contractului de servicii de investiţii financiare 119
Secţiunea a 3-a. Clienţi profesionali, clienţi de retail 120
Secţiunea a 4-a. Obligaţiile firmei de investiţii-comisionar 122
4.1. Obligaţia de informare 122
4.1.1. Reguli generale privind comunicarea informaţiilor către clienţii S.S.I.F. 122
4.1.2. Furnizarea informaţiilor privind instrumentele financiare 125
4.1.3. Obligaţia de informare anterioară încheierii contractului 126
4.1.4. Obligaţiile de informare ale firmei de investiţii după încheierea contractului de brokeraj 128
4.2. Obligaţia de verificare a identităţii clientului 130
4.3. Obligaţia generală a firmei de investiţii de executare a mandatului.... 130
4.4. Obligaţia de a executa ordinele în condiţiile cele mai favorabile pentru client 132
Secţiunea a 5-a. Obligaţiile clientului-investitor 134
Secţiunea a 6-a. Clauzele obligatorii ale contractului de servicii de investiţii financiare 135
Secţiunea a 7-a. Contractul pentru tranzacţii în marjă 138
Secţiunea a 8-a. Contractul de servicii de investiţii financiare la distanţă...... 139
8.1. Conţinutul şi clauzele minime ale contractelor la distanţă încheiate de S.S.I.F. cu investitorii 140
8.2. Exercitarea dreptului de reziliere unilaterală a contractului la distanţă 142
Capitolul II. Consimţământul 144
Secţiunea 1. Oferta de a contracta. Aspecte cu caracter general 144
Secţiunea a 2-a. Ordinul de bursă 145
2.1. Noţiunea, natura juridică şi caracterele juridice ale ordinului de bursă 145

B.C.U. „M. EMINESCU" IAŞI

2.1.1. Noțiune 146
2.1.2. Natura juridică ale ordinului de bursă 146
2.1.3. Caracterele juridice ale ordinului de bursă 149
2.2. Proba ordinului de bursă 149
2.3. Regimul juridic aplicabil ordinelor de bursă. Consimțământul intermediarului de a executa ordinul 150
2.4. Obligația legală de refuz a mandatului special – refuzul executării ordinului 151
2.4.1. Evoluția reglementării privind refuzul executării ordinelor 151
2.4.2. Situații în care intermediarul poate refuza mandatul special de a încheia tranzacții în contul investitorului-client 152
2.5. Conținutul ordinului de bursă 155
2.6. Tipurile ordinelor de bursă 156
2.6.1. Ordinul limită 157
2.6.2. Ordinul la piață 158
2.6.3. Ordinul fără preț 159
2.6.4. Ordinul *Hidden* 159
2.6.5. Cotațiile informative 160
2.6.6. Ordinele de tip „*stop*” 160
2.7. Termenul de valabilitate a ordinelor în sistemul de tranzacționare 160
2.8. Prioritatea de introducere și executare a ordinelor 162
2.9. Modificarea, retragerea, suspendarea și reluarea ordinelor de bursă 162
2.10. Ordinele trebuie executate în condițiile cele mai favorabile pentru client 163
Secțiunea a 3-a. Acceptarea ofertei 164
Secțiunea a 4-a. Promisiunea bilaterală de a încheia o tranzacție bursieră. Antecontractul de vânzare-cumpărare de acțiuni tranzacționate pe o piață reglementată sau într-un sistem multifuncțional de tranzacționare 165
Secțiunea a 5-a. Restricții convenționale ale aplicării consensualismului în cazul contractelor de vânzare-cumpărare de acțiuni nelistate 166
5.1. Dreptul de preempțiune 166
5.2. Clauza de agrement 168
Secțiunea a 6-a. Viciile de consimțământ în materia vânzării acțiunilor 169
6.1. Eroarea 169
6.1.1. Eroarea asupra naturii contractului - *error in negotio* 171
6.1.2. Eroarea asupra identității obiectului – *error in substantiam* 175
6.1.3. Eroarea asupra identității obiectului prestației – *error in corpore* 175
6.1.4. Eroarea asupra cuantumului prețului sau a numărului instrumentelor financiare 176
6.1.5. Eroarea cu privire la identitatea persoanei – *error in personam* 177
6.1.6. Corectarea erorilor tranzacțiilor efectuate pe piața reglementată operată de Bursa de Valori București 178
6.2. Dolul 178
6.2.1. Dolul și manipularea pieței de capital 180

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

6.2.2. Manipularea pieţei de capital – formă a dolului 182
6.2.3. Dolul şi tranzacţionarea în baza informaţiilor privilegiate 183
6.2.4. Tranzacţionarea în baza informaţiilor privilegiate o formă specifică a dolului prin reticenţă 185
6.2.5. Dolul sub forma practicii ilicite de *front running* 186
6.3. Leziunea 190
Capitolul III. Capacitatea de a încheia contractul de vânzare-cumpărare de instrumente financiare 191
Secţiunea 1. Incapacităţi izvorând din dreptul comun 191
1.1. Incapacităţi care vizează contractul de vânzare-cumpărare în general. Particularităţi privind vânzarea de acţiuni 191
1.1.1. Transferului dreptului de proprietate asupra valorilor mobiliare de pe numele unuia dintre soţi pe numele amândurora, ca deţinători în comun de acţiuni 192
1.1.2. Interdicţia aplicabilă mandatarilor de a cumpăra bunurile pe care sunt împuterniciţi să le vândă 192
1.2. Incapacităţi care vizează numai vânzarea anumitor bunuri mobile 193
1.2.1. Încheierea de tranzacţii pe piaţa de capital de către tutore în numele minorului 193
1.2.2. Încheierea de privind acţiunile care sunt bunuri comune de către un soţ fără acordul celuilalt soţ 193
Secţiunea a 2-a. Incapacităţi rezultate din norme speciale 194
2.1. Incapacitatea prevăzută de art. 103 şi 103^1 din Legea nr. 31/1990 194
2.2. Incapacitatea prevăzută de art. 7 alin. (1) lit. c) din Legea nr. 297/2004 194
2.3. Incapacităţile prevăzute de art. 101, 102 şi 116 din Legea nr. 297/2004 195
2.4. Incapacitatea specială izvorâtă din aplicarea art. 203 din Legea nr. 297/2004 198
2.5. Incapacitatea prevăzută de art. 245 din Legea nr. 297/2004 198
2.6. Incapacitatea prevăzută de art. 46 alin. (1) din Legea nr. 85/2006 198
2.7. Incapacitatea specială izvorâtă din art. 286^1 din Legea nr. 297/2004 199
2.8. Incapacităţi izvorâte din legislaţia privatizării 200
Capitolul IV. Obiectul contractului. Lucrul vândut 200
Secţiunea 1. Aspecte cu caracter general 200
Secţiunea a 2-a. Trăsături generale ale condiţiilor obiectului unui contract de vânzare-cumpărare de acţiuni 201
2.1. Acţiunile să fie în circuitul civil 201
2.2. Acţiunile vândute să existe, să fie determinate, licite şi posibile 201
2.3. Condiţia ca vânzătorul să fie proprietarul acţiunilor vândute 202
Secţiunea a 3-a. Aplicarea principiului *nemo plus iuris ad alium transferum potest* în cazul contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni 202
3.1 Inopozabilitatea excepţiilor 202
3.2. Principiul *nemo plus iuris*... în cazul vânzării acţiunilor emise în formă materială 206

3.3. Principiul *nemo plus iuris*… în cazul vânzării acțiunilor dematerializate 208
3.3.1. Desființarea titlului vânzătorului în cazul anulării hotărârii adunării generale extraordinare prin care s-a aprobat majorarea capitalului social sau în cazul pronunțării nulității societății 209
3.3.2. Caracteristici privind vânzările în lipsă 211
3.3.3. Revânzarea acțiunilor înainte de transferul dreptului de proprietate 212
3.4. Regula inaplicabilității principiului *nemo plus iuris ad alium transferum potest* 212
Secțiunea a 4-a. Condiții speciale privind valabilitatea obiectului tranzacției bursiere 213
4.1. Obiectul tranzacției trebuie să vizeze numai acțiuni admise la tranzacționare în cadrul sistemul respectiv de tranzacționare 214
4.2. Blocul de tranzacționare 214
Capitolul V. Prețul 215
Secțiunea 1. Condiții de drept comun privind prețul contractelor de vânzare-cumpărare 215
1.1. Noțiunea de preț al tranzacției bursiere 215
1.2. Prețul trebuie să fie exprimat numai în bani, determinat, sincer și serios 215
1.2.1. Sinceritatea prețului 215
1.2.2. Seriozitatea prețului 216
Secțiunea a 2-a. Condițiile speciale de validitate ale tranzacției bursiere referitoare la preț 218
2.1. Interdicția dobândirii dreptului de proprietate asupra acțiunilor cotate într-o ședință în care s-a atins variația maximă admisă 218
2.2.1. Prețul de referință 218
2.1.2. Restricții ale dreptului de dispoziție generate de existența variației maxime de preț 218
2.1.3. Variații maxime admise 219
2.1.4. Excepții de la regula variației maxime de preț 219
2.2. Interdicția referitoare la pasul de preț 220
Capitolul VI. Forma și proba contractului de vânzare-cumpărare de acțiuni 221
Secțiunea 1. Forma contractului de vânzare-cumpărare de acțiuni 221
Secțiunea a 2-a. Proba contractului de vânzare-cumpărare de acțiuni 221
2.1. Proba contractului care are ca obiect acțiuni nelistate 221
2.2. Proba contractului de vânzare-cumpărare care are ca obiect acțiuni dematerializate tranzacționate într-un sistem multilateral de tranzacționare 222
2.3. Raportul dintre *negotium* și *instrumentum* în cazul acțiunilor dematerializate 224
2.4. Dematerializarea în legislația română 226

Titlul V. Momentul şi locul încheierii contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni 228
- Capitolul I. Momentul încheierii contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni 228
  - Secţiunea 1. Momentul încheierii contractului de vânzare-cumpărare a acţiunilor nelistate 228
  - Secţiunea a 2-a. Momentul încheierii tranzacţiei bursiere 230
- Capitolul II. Locul încheierii contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni 232
  - Secţiunea 1. Locul încheierii contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni nelistate 232
  - Secţiunea a 2-a. Locul încheierii contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni listate 233
    - 2.1. Aspecte cu caracter general 233
    - 2.2. Clasificarea pieţelor de instrumente financiare 233
      - 2.2.1. În funcţie de momentul listării instrumentelor financiare tranzacţionate 233
      - 2.2.2. În funcţie de nivelul de reglementare 235
      - 2.2.3. În funcţie de tipul ordinelor de tranzacţionare 235
      - 2.2.4. În funcţie de tipul sistemelor de tranzacţionare 236
    - 2.3. Pieţele reglementate 237
      - 2.3.1. Noţiunea de piaţă reglementată 237
      - 2.3.2. Sfera de incidenţă a instituţiei juridice a pieţei reglementate 238
      - 2.3.3. Caracterele juridice ale pieţei reglementate 240
      - 2.3.4. Sistemul tehnico-informatic prin intermediul căruia se încheie tranzacţiile pe piaţa reglementată 241
      - 2.3.5. Condiţiile de acces la tranzacţionarea pe piaţa reglementată 242
      - 2.3.6. Operatorul de piaţă-administrator al pieţei reglementate 242
      - 2.3.7. Segmentele Bursei de Valori Bucureşti – principala piaţă reglementată din România 243
    - 2.4. Sisteme alternative de tranzacţionare. Noţiune, aprobarea constituirii, reguli de funcţionare 250
      - 2.4.1. Noţiune 250
      - 2.4.2. Scopul creării sistemelor alternative de tranzacţionare 250
      - 2.4.3. Aprobarea constituirii şi regulile de funcţionare 251
      - 2.4.4. Condiţiile de funcţionare ale sistemului alternativ de tranzacţionare 251
    - 2.5. Tranzacţiile încheiate în afara pieţelor reglementate sau a sistemelor multifuncţionale de tranzacţionare pe pieţe de tip OTC prin intermediul internalizatorului sistematic 254
      - 2.5.1. Aspecte generale privind pieţele de tip OTC 254
      - 2.5.2. Descrierea pieţei operate de internalizatorul sistematic potrivit normelor comunitare 255
      - 2.5.3. Regimul juridic aplicabil în România pieţelor de tip OTC 257
  - Secţiunea a 3-a. Reguli privind locul încheierii tranzacţiilor cu acţiuni listate pe o piaţă de capital 259

3.1. Încheierea tranzacţiilor exclusiv în sistemul de tranzacţionare în cadrul căruia a fost admisă acţiunea respectivă la tranzacţionare 259
3.2. Tranzacţii exceptate 260

Titlul VI. Efectele contractului 262

Capitolul I. Aspecte cu caracter general privind efectele juridice produse de tranzacţia bursieră 262
Capitolul II. Interpretarea contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni listate 263
Capitolul III. Subiectele de drept care contribuie la producerea efectelor juridice ale contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni admise la tranzacţionare 267
Secţiunea 1. Intermediarul autorizat 267
Secţiunea a 2-a. Operatorul de piaţă/sistem 268
Secţiunea a 3-a. Depozitarul central 270
Capitolul IV. Obligaţiile principale ale vânzătorului şi ale cumpărătorului 270
Secţiunea 1. Obligaţia de a transmite dreptul de proprietate asupra acţiunilor 271
1.1. Obligaţia de transfer a dreptului de proprietate în cazul tranzacţiilor propriu-zise cu acţiuni 271
1.2. Momentul transmiterii dreptului de proprietate şi a riscurilor asupra acţiunilor listate 272
1.3. Drept comparat privind transmiterea dreptului de proprietate 273
Secţiunea a 2-a. Există o obligaţie de predare a acţiunilor vândute? 275
2.1. Posesia asupra bunurilor mobile incorporale 275
2.2. Problema posesiei acţiunilor dematerializate 275
2.3. Problema tradiţiunii în cazul darurilor manuale care au ca obiect instrumente financiare dematerializate 280
2.4. Tradiţiunea în cazul instrumentelor financiare dematerializate 280
2.5 Argumente privind existenţa unei obligaţii de predare a acţiunilor dematerializate - bunuri incorporale 282
Secţiunea a 3-a. Plata preţului 284
3.1. Plata preţului în cazul tranzacţiilor propriu-zise 284
3.2. Reguli privind plata preţului în cazul cumpărării în marjă 285
Secţiunea a 4-a. Procedura transferului dreptului de proprietate asupra acţiunilor listate şi a plăţii preţului 287
4.1. Participanţii la sistemul de compensare-decontare şi participanţii compensatori 287
4.2. Prevalidarea instrumentelor financiare şi transmiterea rapoartelor de compensare-decontare 288
4.3. Obiecţiile participanţilor cu privire la decontarea tranzacţiilor 289
4.4. Confirmarea rapoartelor de decontare 290
4.5. Corectarea tranzacţiilor neconfirmate 291
4.6. Finalizarea decontării 293
4.7. Garantarea decontării de către participanţii la sistemul de compensare-decontare 294

4.8. Corectarea erorilor înregistrate cu ocazia tranzacţionării pe piaţa reglementată 295
Secţiunea a 5-a. Transferuri directe de proprietate 297
Capitolul V. Obligaţiile de notificare ale părţilor 301
Secţiunea 1. Obligaţia de a informa emitentul, operatorul de piaţă şi C.N.V.M. în cazul în care, în urma vânzării, nivelul deţinerilor atinge sau scade sub un anumit nivel stabilit de normele legale 302
1.1. Reguli generale privind raportarea atingerii anumitor praguri de deţinere 302
1.2. Categorii de voturi luate în calcul la stabilirea incidenţei obligaţiei de raportare 302
1.3. Termenul de îndeplinire a obligaţiei de raportare a atingerii pragurilor de deţinere 303
1.4. Titularul obligaţiei de notificare 304
1.5. Excepţii de la obligaţia notificării atingerii anumitor praguri de deţinere 305
1.5.1. Tranzacţiile efectuate în vederea compensării pe termen scurt, ale custozilor şi cele efectuate de *market makeri* 305
1.5.2. Tranzacţiile membrilor Sistemului European al Băncilor Centrale (ESCB) în activitatea lor ca autorităţi monetare 305
1.5.3. Excepţia neconsolidării deţinerilor societăţii mamă a societăţii de administrare a investiţiilor cu cele administrate de societatea de administrare a investiţiilor 306
1.5.4. Excepţia neconsolidării deţinerilor societăţii-mamă a unei firme de investiţii cu cele administrate de firma de investiţii 307
1.6. Prerogativele autorităţii pieţei de capital şi obligaţiile societăţii emitente cu privire la îndeplinirea obligaţiei vânzătorului/cumpărătorului de raportare 309
Secţiunea a 2-a. Obligaţia de a notifica tranzacţia C.N.V.M. şi emitentului în cazul în care vânzătorul sau cumpărătorul este o persoană iniţiată 309
Capitolul VI. Obligaţia de garanţie a vânzătorului 311
Secţiunea 1. Garanţia pentru evicţiune 311
Secţiunea a 2-a. Garanţia pentru vicii 313
Capitolul VII. Obligaţii de plată a comisioanelor şi taxelor 317
Secţiunea 1. Obligaţiile de plată a cheltuielilor vânzării 318
Secţiunea a 2-a. Obligaţia de plată a taxei către Comisia Naţională a Valorilor Mobiliare 320
Capitolul VIII. Efectele contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni nelistate (netranzacţionate într-un sistem multilateral de tranzacţionare) 321
Capitolul IX. Efectele contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni asupra dreptului la dividende 323
Secţiunea 1. Efectele contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni asupra dreptului la dividende în cazul societăţilor nelistate 323
Secţiunea a 2-a. Efectele contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni asupra dreptului la dividende în cazul societăţilor listate 325

Capitolul X. Aspecte fiscale ce derivă din încheierea contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni 326
Secţiunea 1. Aspecte fiscale în cazul contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni emise de societăţile închise 326
Secţiunea a 2-a. Aspecte fiscale în cazul contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni listate 326

Titlul VII. Varietăţi ale contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni.......... 331

Capitolul I. Vânzările în lipsă 331
Secţiunea 1. Noţiunea, rolul economic şi caracterele juridice ale vânzării în lipsă 331
1.1. Noţiunea vânzării în lipsă 331
1.2. Rolul economic 332
1.3. Caracterele juridice ale vânzării în lipsă 335
Secţiunea a 2-a. Cadrul juridic aplicabil vânzărilor în lipsă efectuate pe pieţele financiare din România 336
2.1. Conţinutul raportului juridic dintre investitor şi intermediar în cazul iniţierii unei vânzări în lipsă 336
2.2. Obligaţia vânzătorului care iniţiază o tranzacţie de vânzare în lipsă de a încheia în prealabil un contract de împrumut de valori mobiliare 337
2.3. Obligaţiile intermediarului şi ale operatorului de piaţă pe care se realizează vânzările în lipsă 340
Secţiunea a 3-a. Practici ilicite pe piaţa de capital care implică realizarea unor vânzări în lipsă 341
Secţiunea a 4-a. Orientări privind viitoarea reglementare din cadrul legislaţiei Uniunii Europene a vânzărilor în lipsă 344
Capitolul II. Elemente specifice ale contractelor de vânzare-cumpărare de acţiuni încheiate în cadrul operaţiunii de răscumpărare a propriilor acţiuni . 345
Secţiunea 1. Regimul juridic aplicabil 345
Secţiunea a 2-a. Principiile care guvernează derularea programelor de răscumpărare în cazul societăţilor admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată 346
2.1. Principiul transparenţei 346
2.2. Principiul limitării volumelor de acţiuni tranzacţionate în cadrul unui program de răscumpărare 346
Secţiunea a 3-a. Limitele principiului libertăţii contractuale în materia răscumpărării propriilor acţiuni de către societatea emitentă 347
3.1. Condiţiile în care o societate poate dobândi propriile acţiuni 347
3.2. Subscrierea acţiunilor de către o persoană care acţionează în nume propriu, dar în contul societăţii emitente 349
3.3. Obiectivele răscumpărării propriilor acţiuni de către o societate admisă la tranzacţionare pe o piaţă reglementată 349
3.4. Regimul juridic aplicabil subscrierii, deţinerii şi dobândirii de acţiuni de către o societate controlată de societatea emitentă 350
3.5. Dobândirea acţiunilor „rambursabile" 352

Secţiunea a 4-a. Modalitatea efectuării operaţiunii de răscumpărare a propriilor acţiuni 353
  4.1. Etapele operaţiunii de răscumpărare a propriilor acţiuni 353
  4.2. Reguli privind stabilirea preţului 353
  4.3. Reguli privind volumul acţiunilor ce fac obiectul operaţiunilor de răscumpărare 354
Secţiunea a 5-a. Efectele juridice ale operaţiunii de răscumpărare a propriilor acţiuni de către societatea emitentă 354
  5.1. Intrarea în patrimoniul societăţii emitente a propriilor acţiuni. Limitarea drepturilor aferente acţiunilor răscumpărate 354
  5.2. Obligaţia de înstrăinare 355
  5.3. Obligaţiile de informare 356
  5.4. Obligaţia efectuării tuturor tranzacţiilor de răscumpărare a propriilor acţiuni pe piaţa reglementată unde se află listate respectivele titluri 357
  5.5. Contractele de vânzare-cumpărare de acţiuni încheiate în cadrul programelor de răscumpărare a propriilor acţiuni nu sunt supuse regimului juridic al abuzului de piaţă 358
Secţiunea a 6-a. Fondurile din care se realizează răscumpărarea acţiunilor proprii 359
Secţiunea a 7-a. Situaţii specifice de răscumpărare a propriilor acţiuni 360
  7.1. Situaţiile prevăzute de art. 134 din Legea nr. 31/1990 360
  7.2. Situaţia prevăzută de art. 242 din Legea nr. 297/2004 363
  7.3. Situaţia prevăzută de dispoziţiile Dispunerii de Măsuri nr. 8/2006 emise de C.N.V.M. 365
Secţiunea a 8-a. Problema aplicării restricţiilor din Regulamentul nr. 2273/2003 în afara pieţelor reglementate 367
Secţiunea a 9-a. Sancţiuni pentru nerespectarea condiţiilor legale în care pot fi răscumpărate propriile acţiuni de către societatea emitentă 368
Capitolul III. Contractul de report 368
Secţiunea 1. Definiţie şi caractere juridice 369
Secţiunea a 2-a. Cauza contractului de report 370
Secţiunea a 3-a. Condiţiile de validitate ale contractului de report de acţiuni 371
Secţiunea a 4-a. Efectele juridice ale contractului de report 372
Secţiunea a 5-a. Asemănări şi deosebiri cu alte operaţiuni juridice. Natura juridică a contractului de report 372
  5.1. Contractul de report şi vânzarea cu pact de răscumpărare 373
  5.2. Contractul de report şi vânzarea comercială propriu-zisă 375
  5.3. Contractul de report şi împrumutul garantat cu gaj 376
  5.4. Natura juridică a contractului de report 376
Capitolul IV. Vânzarea de drepturi litigioase şi retractul litigios în cazul contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni 377
Capitolul V. Ofertele publice – aspecte cu caracter general 381
Secţiunea 1. Oferta publică – noţiune şi caractere juridice 382
  1.1. Noţiune 382
  1.2. Caractere juridice ale instituţiei juridice a ofertei publice 382

Secţiunea a 2-a. Condiţiile ofertei publice de valori mobiliare 383
  2.1. Condiţiile de drept comun 383
  2.2. Condiţii specifice 383
Secţiunea a 3-a. Categoriile de oferte publice 384
Secţiunea a 4-a. Prospectului şi documentul de ofertă 385
  4.1. Rolul prospectului/documentului de ofertă 385
  4.2. Procedura aprobării prospectului şi obligaţiile ofertantului 387
  4.3. Atribuţiile C.N.V.M. în cadrul procedurii de aprobare a unui prospect/document de ofertă publică 388
  4.4. Decizia de aprobare a prospectului/documentului de ofertă publică... 390
  4.5. Nulitatea ofertelor publice derulate fără aprobarea prospectului/documentului de ofertă 391
  4.6. Nulitatea tranzacţiilor efectuate în baza unei oferte publice nule şi restituirea prestaţiilor 393
Secţiunea a 5-a. Publicitatea ofertelor publice 394
  5.1. Anunţul de ofertă 394
  5.2. Informarea publicului cu privire la prospectul/documentul de ofertă 396
Secţiunea a 6-a. Desfăşurarea ofertelor publice 396
  6.1. Momentul la care oferta publică devine obligatorie 396
  6.2. Perioada de derulare a ofertei publice 398
  6.3. Derularea ofertelor publice prin intermediul sistemului de tranzacţionare al unui operator de piaţă/de sistem conform Instrucţiunii C.N.V.M. nr. 3/2007 398
  6.4. Reguli speciale privind derularea ofertelor publice pe piaţa reglementată la vedere din România 401
  6.5. Modificarea prospectului/documentului de ofertă 401
Secţiunea a 7-a. Incidente care afectează derularea ofertei publice 403
  7.1. Suspendarea ofertei publice şi suspendarea publicităţii ofertei publice 403
  7.2. Revocarea deciziei de aprobare 406
  7.3. Anularea deciziei de aprobare 407
Secţiunea a 8-a. Răspunderea pentru nerespectarea dispoziţiilor legale referitoare la oferta publică 408
  8.1. Cauzele antrenării răspunderii 408
  8.2. Persoanele responsabile de încălcarea dispoziţiilor legale referitoare la prospectul/documentul de ofertă publică 408
  8.3. Răspunderea pentru informaţiile furnizate în rezumatul prospectului 409
  8.4. Felurile răspunderii 410
  8.5. Acţiunea în justiţie 410
Capitolul VI. Oferta publică de vânzare 412
Secţiunea 1. Categoriile ofertei publice de vânzare. Elemente definitorii 412
  1.1. Clasificarea ofertelor publice de vânzare 412
  1.2. Elementele definitorii ale ofertelor publice de vânzare 413

Secţiunea a 2-a. Sfera de aplicare a prevederilor privind ofertele publice de vânzare 414
Secţiunea a 3-a. Caractere juridice ale contractului de vânzare-cumpărare încheiat ca urmare a subscrierii unei oferte publice de vânzare 415
Secţiunea a 4-a. Aspecte specifice fiecărei categorii de ofertă publică de vânzare 416
  4.1. Oferta publică primară iniţială 417
  4.2. Oferta publică primară de vânzare propriu-zisă 420
  4.3. Oferta publică secundară de vânzare 420
  4.4. Oferta adresată investitorilor calificaţi 420
Secţiunea a 5-a. Prospectul ofertei publice de vânzare 423
  5.1. Excepţii de la principiul obligativităţii prospectului de emisiune. Prospectul simplificat 423
  5.2. Condiţii formale, cu caracter general, de validitate ale prospectului de ofertă publică 424
  5.3. Conţinutul prospectului 425
  5.4. Perioada de valabilitate a prospectului 427
  5.5. Condiţii privind aprobarea prospectului de emisiune 428
  5.6. Publicarea prospectului 429
Secţiunea a 6-a. Autorizarea ofertei publice de vânzare 430
Secţiunea a 7-a. Derularea ofertei publice 431
  7.1. Modificarea informaţiilor din prospect. Condiţii privind revocabilitatea subscrierilor 431
  7.2. Aspecte specifice privind intermediarul ofertelor publice de vânzare de valori mobiliare 431
  7.3. Finalizarea ofertei publice de vânzare 432
  7.4. Drepturile de alocare 433
Secţiunea a 8-a. Activităţile de solicitare a intenţiei de investiţie 434
Secţiunea a 9-a. Reguli speciale privind derularea ofertelor publice de vânzare în cadrul procesului de privatizare 435
Secţiunea a 10-a. Ofertele publice transfrontaliere 436
  10.1. *Passportingul* – oferta publică/admiterea la tranzacţionare fără obligaţia aprobării unui prospect 436
  10.2. Competenţa de aprobare în cazul ofertelor publice de vânzare transfrontaliere 437
  10.3. Limba în care este redactat prospectul unei oferte publice transfrontaliere 437
  10.4. Constatarea nerespectării dispoziţiilor legale cu ocazia ofertelor publice transfrontaliere 438
  10.5. Cooperarea între autorităţile administrative competente 438
Capitolul VII. Oferta publică de cumpărare 439
Secţiunea 1. Noţiunea, caractere juridice şi condiţii generale ale ofertei publice de cumpărare 439
  1.1. Noţiunea de ofertă publică. Definiţia ofertei publice de cumpărare 439
  1.2. Categoriile ofertei publice de cumpărare 440
  1.3. Aria de incidenţă a textelor legale privind ofertele de cumpărare 441

1.4. Elementele caracteristice ale ofertei publice de cumpărare 443
Secțiunea a 2-a. Principiile și scopul normelor care conturează cadrul juridic al ofertei publice de cumpărare 444
2.1. Principiile ofertelor publice de cumpărare 444
2.2. Scopul normelor incidente ofertei publice de cumpărare 445
Secțiunea a 3-a. Obiectul ofertei 446
3.1. Acțiunile 446
3.2. Prețul ofertei publice de cumpărare 447
Secțiunea a 4-a. Aprobarea documentului de ofertă 448
4.1. Documentația aferentă cererii de aprobare 448
4.2. Condiții de fond și formă ale ofertei publice de cumpărare 449
4.3. Elemente de conținut ale documentului de ofertă 449
4.4. Termenul de aprobare a cererii de autorizare a ofertei publice de cumpărare. Momentul inițierii ofertei publice 450
Secțiunea a 5-a. Respectarea principiului egalității de tratament a investitorilor 450
Capitolul VIII. Oferta publică obligatorie 451
Secțiunea 1. Fundamentarea obligativității lansării unei ofertei publice de preluare 452
1.1. Ocrotirea principiului protecției investitorilor 452
1.2. Instituția juridică a controlului 453
1.2.1. Noțiunea de control 453
1.2.2. Puterea de a numi majoritate membrilor consiliului de administrație (consiliului de supraveghere) 454
Secțiunea a 2-a. Condițiile în care oferta publică de preluare este obligatorie 455
2.1. Nivelul deținerilor unei persoane la capitalul social care atrage obligativitatea ofertei publice de preluare 455
2.2. Modul de calcul a drepturilor de vot pentru stabilirea incidenței obligativității ofertei publice de preluare 455
Secțiunea a 3-a. Obligativitatea ofertelor publice de preluare în cazul controlului indirect 456
3.1. Structurile piramidale 456
3.2. Schimbarea indirectă a controlului - cauză a nașterii obligației de a derula o ofertă publică de preluare 457
3.3. Obligativitatea ofertei publice de preluare în cazul schimbării indirecte a controlului conform dispozițiilor Instrucțiunii C.N.V.M. nr. 3/2009 459
Secțiunea a 4-a. Debitorul obligației de a efectua oferta publică 461
Secțiunea a 5-a. Sancțiunile nerespectării obligației de a lansa o ofertă publică de preluare 462
5.1. Sancțiunile de drept civil 462
5.2. Sancțiunile administrative 463
Secțiunea a 6-a. Termenul în care trebuie lansată oferta publică obligatorie 463
Secțiunea a 7-a. Prețul ofertei publice obligatorii de preluare 464

7.1. Natura juridică a prețului ofertelor publice obligatorii de preluare. Dreptul la un preț legal 464
7.2. Modalitatea de determinare a prețului ofertei publice obligatorii de preluare 465
7.2.1. Regula principală-prețul cel mai mare plătit de ofertant în ultimele 12 luni 465
7.2.2. Criteriile secundare de stabilire a prețului ofertei publice obligatorii de preluare 466
7.3. Procedura determinării prețului de ofertă în baza criteriilor subsidiare de către evaluatorul independent 469
7.3.1. Condițiile pe care trebuie să îndeplinească evaluatorul 469
7.3.2. Efectuarea evaluării în vederea stabilirii prețului de ofertă 470
Secțiunea a 8-a. Excepții de la obligativitatea ofertei publice de preluare 471
8.1. Tranzacțiile exceptate 471
8.2. Depășirea neintenționată a pragului de control de 33% din totalul drepturilor de vot 474
Capitolul IX. Retragerea acționarilor dintr-o societate comercială (procedurile de *squeeze out* și de *sell out*) 475
Secțiunea 1. Conținutul dreptului de *squeeze out* 475
Secțiunea a 2-a. Definiția și caracterele contractului încheiat ca urmare a exercitării dreptului de *squeeze out* (excludere) 476
Secțiunea a 3-a. Fundamentarea teoretică a introducerii textului legal privind procedura excluderii acționarilor minoritari în legislația Uniunii Europene 476
Secțiunea a 4-a. Condițiile legale ale inițierii procedurii prevăzute de art. 206 din Legea nr. 297/2004 478
Secțiunea a 5-a. Prețul la care se exercită dreptul de excludere (*squeeze out*) 478
5.1. Conceptul de preț echitabil 479
5.2. Determinarea prețului în cadrul procedurii de excludere a acționarilor minoritari 479
Secțiunea a 6-a. Procedura exercitării dreptului de excludere (*squeeze out*) 481
Secțiunea a 7-a. Drept comparat privind procedura exercitării dreptului de *squeeze out* 482
Secțiunea a 8-a. Dreptul de *squeeze out*, ca formă de privare de proprietate din perspectiva normelor constituționale și ale Convenției europene a drepturilor omului care garantează proprietatea 483
8.1. Soluția instanței de contencios constituțional române 483
8.2. Soluția adoptată de CEDO 484
8.3. Interesul public ocrotit de normele juridice care conturează dreptul de *squeeze out* 485
Secțiunea a 9-a. Acțiunea în justiție în cazul încălcării dreptului acționarilor la un preț legal cu ocazia exercitării dreptului de *squeeze out* 488
Secțiunea a 10-a. Exercitarea dreptului de retragere la inițiativa acționarilor minoritari (dreptul de *sell-out*) 488

Secţiunea a 11-a. Legalitatea reglementărilor Comisiei Naţionale a Valorilor Mobiliare în materia dreptului de retragere (*squeeze out* şi *sell out*)............ 490
Capitolul X. Activităţile de stabilizare a preţului.. 490
Secţiunea 1. Instituţia juridică a stabilizării. Definiţie.................................... 491
Secţiunea a 2-a. Principiile care guvernează activităţile de stabilizare.......... 491
2.1. Principiul limitării în timp.. 491
2.2. Principiul transparenţei 492
Secţiunea a 3-a. Scopul activităţilor de stabilizare 492
Secţiunea a 4-a. Desfăşurarea activităţilor de stabilizare............................ 492
4.1. Obligaţii privind publicitatea activităţilor de stabilizare 492
4.2. Reguli privind tranzacţionarea în cadrul activităţilor de stabilizare.... 493
Capitolul XI. Contractele de vânzare-cumpărare având ca obiect instrumentele derivate 494
Secţiunea 1. Noţiunea de instrument financiar derivat. Tipuri de instrumente derivate.. 494
Secţiunea a 2-a. Contractele cu instrumente derivate o varietate de vânzare în cazul în care presupun livrarea fizică la scadenţă........................... 495
Secţiunea a 3-a. Categorii principale de contracte cu instrumente derivate care pot presupune livrarea fizică 496
3.1. Contractele *futures* 496
3.2. Opţiunile.. 498
Secţiunea a 4-a. Tranzacţiile în marjă. Efectele tranzacţionării în marjă....... 499
Secţiunea a 5-a. Pieţele pe care se încheie tranzacţii cu instrumente financiare derivate 501

Bibliografie 503

Abrevieri

alin. – alineat(ul)
art. – articol(ul)
B.V.B. – Bursa de Valori Bucureşti
C.A. – curte de apel
C.civ. – Codul civil de la 1864
C.com. – Codul comercial
C.fam. – Codul familiei
C.J. – revista „Curierul judiciar"
C.J.C.E. – Curtea de Justiţie a Comunităţilor Europene
C.N.V.M. – Comisia Naţională a Valorilor Mobiliare
C.proc.civ. – Codul de procedură civilă
C.S.A. – Comisia de Supraveghere a Asigurărilor
CEDO – Curtea Europeană a Drepturilor Omului
Dreptul – revista „Dreptul"
Ed. – Editura
ed. – ediţia
I.C.C.J. – Înalta Curte de Casaţie şi Justiţie
IOSCO – Organizaţia Internaţională a Reglementatorilor în Valori Mobiliare
J.O.C.E. – Jurnalul Oficial al Comunităţilor Europene
J.O.U.E. – Jurnalul Oficial al Uniunii Europene
lit. – litera
M.Of. – Monitorul Oficial
MiFID – Directiva MiFID (Markets in Financial Instruments Directive)
MTF – sisteme multifuncţionale de tranzacţionare
NCC – Noul Cod civil – Legea nr. 287/2009
NCPC – Noul Cod de procedură civilă
O.G. – Ordonanţa Guvernului
O.P.C. – organisme de plasament colectiv
O.P.C.V.M. – organismele de plasament colectiv în valori mobiliare
O.U.G. – Ordonanţa de urgenţă a Guvernului
op. cit. – opera citată
p. – pagina
P.R. – Pandectele Române
parag. – paragraf(ul)
R.D.C. – Revista de drept Comercial
R.R.D. – Revista Română de Drept
R.R.D.A. – Revista Română de Drept al Afacerilor
S.I.F. – Societate de Investiţii Financiare
S.S.I.F. – societăţi de servicii de investiţii financiare
secţ – secţia
vol. – volumul

Secțiunea a 11-a. Legalitatea reglementărilor Comisiei Naționale a Valorilor Mobiliare în materia dreptului de retragere (*squeeze out* și *sell out*) 490
Capitolul X. Activitățile de stabilizare a prețului 490
Secțiunea 1. Instituția juridică a stabilizării. Definiție 491
Secțiunea a 2-a. Principiile care guvernează activitățile de stabilizare 491
2.1. Principiul limitării în timp 491
2.2. Principiul transparenței 492
Secțiunea a 3-a. Scopul activităților de stabilizare 492
Secțiunea a 4-a. Desfășurarea activităților de stabilizare 492
4.1. Obligații privind publicitatea activităților de stabilizare 492
4.2. Reguli privind tranzacționarea în cadrul activității de stabilizare 493
Capitolul XI. Contractele de vânzare-cumpărare având ca obiect instrumentele derivate 494
Secțiunea 1. Noțiunea de instrument financiar derivat. Tipuri de instrumente [illegible] 494
Secțiunea a 2-a. Contractele de [illegible] de vânzare în cazul în care presupun livrarea fizică [illegible] 495
Secțiunea a 3-a. Categorii [illegible] instrumente derivate care nu presupun livrare fizică 496
3.1. Contractele *futures* 496
3.2. Opțiunile 498
Secțiunea a 4-a. Tranzacțiile în marjă. Efectele tranzacționării în marjă 500
Secțiunea a 5-a. Piețele pe care se tranzacționează instrumentele derivate 501
Bibliografie 503

Cuvânt-înainte

În România calitatea de acţionar este în mod evident mai răspândită decât cea de proprietar de imobil. Legile privatizării din anii '90, Legea nr. 58/1991 a privatizării societăţilor comerciale[1], Legea nr. 55/1995 pentru accelerarea procesului de privatizare[2], precum şi Legea nr. 133/1996, pentru transformarea Fondurilor Proprietăţii Private în societăţi de investiţii financiare[3], au atribuit această caracteristică tuturor cetăţenilor români care aveau împlinită vârsta de 18 ani fie la 31 decembrie 1990 (Legea nr. 58/1991), fie la 31 decembrie 1995 (Legea nr. 55/1995).

Cu toate acestea, poate prea puţine studii şi lucrări au avut drept obiect, fie şi colateral, regimul juridic aplicabil acţiunilor şi, îndeosebi, regulile de drept incidente în cazul transmiterii acestora, în timp ce lucrări juridice ample care conţin analize profunde au fost dedicate proprietăţii asupra imobilelor şi transmiterii dreptului de proprietate în materie imobiliară. Această absenţă a fost poate justificată imediat după 1990 în România, datorită absenţei unei pieţe de capital până în 1996. După acest moment, volumul redus al tranzacţiilor cu instrumente financiare a devenit, pe măsură ce mecanismele economiei de piaţă au început să funcţioneze, cu avatarurile specificului autohton, un obstacol în calea înţelegerii unor relaţii sociale izvorâte din calitatea de acţionar. Lipsa unei cercetări ştiinţifice detaliate a transmiterii unor bunuri deţinute de majoritatea cetăţenilor României a influenţat, în mod indirect, legiuitorul, care nu a găsit cele mai adecvate mijloace pentru a descrie raporturile juridice create în cazul transferului acţiunilor, ezitând să prezinte în mod neechivoc mecanismul juridic aplicabil acestuia.

Dacă dreptul comun în materie societară, Legea nr. 31/1990, a preluat în materia acţiunile prevederile art. 166-172 C.com., astăzi abrogate, consfinţindu-se aceleaşi reguli ale transmiterii dreptului de proprietate asupra acţiunilor nominative emise în formă materială şi acţiunilor la purtător, legea specială a pieţei de capital conţine o unică normă, neclară, care nu descrie suficient de precis modalitatea în care se realizează transferul instrumentelor financiare.

Limbajul comun, colocvial, asociază încheierea contractelor de vânzare-cumpărare pe piaţa de capital cu ideea de joc[4], fără a exista niciun element care să indice o apropiere juridică a tranzacţiei bursiere de contractele cu elemente aleatorii.

Tranzacţiile bursiere impun încheierea de contracte comutative de vânzare-cumpărare, întrucât atât existenţa cât şi întinderea obligaţiilor părţilor se cunosc la momentul încheierii contractelor respective. Desigur, tranzacţia bursieră este asociată, în mod automat, cu ideea de risc, această abordare comună fiind cauzată de posibilitatea ridicată ca preţul instrumentelor financiare care au făcut obiectul tranzacţiei să evolueze într-un sens contrar celui estimat de investitorul pe piaţa de capital. Atunci când vorbim de o evoluţie în sens contrar estimării, prognozei, avem în vedere şi acele tranzacţii în care investitorul mizează pe scăderea valorii unui instrument financiar (vânzări în lipsă, achiziţionarea de contracte *futures* în care are poziţia de vânzător, achiziţia de opţiuni *put* etc.).

---

[1] Publicat în M.Of., Partea I nr. 169 din 16 august 1991.

[2] Publicat în M.Of., Partea I nr. 122 din 19 iunie 1995.

[3] Publicat în M.Of., Partea I nr. 273 din 1 noiembrie 1996.

[4] „A juca la bursă" este cea mai întâlnită expresie care descrie investiţia pe piaţa de capital.

Riscul unei investiţii în instrumente financiare nu atrage însă caracterul aleatoriu al contractului de vânzare-cumpărare încheiat pe piaţa de capital. Riscul unei investiţii pe piaţa de capital este, teoretic, egal cu riscul oricărei investiţii, fie ea şi imobiliare. Piaţa de capital oferă însă o lichiditate considerabil sporită faţă de piaţa imobiliară şi, de aceea, evoluţia preţurilor instrumentelor financiare este vădit accelerată faţă de mişcările intervenite în privinţa preţurilor imobilelor. Nu există aşadar niciun argument de ordin juridic care să îndreptăţească apropierea investiţiei pe piaţa de capital de conceptul de „joc".

Dimensiunea tranzacţiilor cu instrumente financiare în prezent este copleşitoare în comparaţie cu vânzarea bunurilor şi serviciilor în general. În 2010 valoarea tranzacţiilor cu instrumente financiare încheiate pe primele 18 pieţe de capital ale lumii a fost de 58.832 miliarde de USD[1], în timp ce totalul exporturilor de bunuri şi servicii înregistrat în 2010 la nivel global a fost de 3915,82 miliarde USD[2].

În epoca modernă au fost dezvoltate o serie de principii de drept în materia transferului de titluri de valoare, în special de acţiuni care au stat la baza unor reglementări noi în domeniul dreptului comercial, afirmându-se cu putere, din cea de-a doua jumătate a secolului XX în statele capitaliste dezvoltate ale lumii, o nouă ramură de drept conturată prin norme speciale care reglementează actele juridice încheiate pe pieţele de capital.

Importanţa pentru orice economie de piaţă a tranzacţiilor încheiate în cadrul pieţelor reglementate este indiscutabilă. Din această perspectivă, gradul de evoluţie al unei societăţi care a adoptat modelul liberal, capitalist de funcţionare, este direct influenţat de dezvoltarea pieţei de capital din statul respectiv. Cu cât se încheie mai multe şi mai semnificative acte juridice de transmitere a proprietăţii pe o piaţă de capital, cu atât economia de piaţă respectivă este mai dezvoltată. Societatea americană, care aşează piaţa de capital în centrul funcţionării economiei sale, este lider indiscutabil din toate punctele de vedere şi în ciuda tuturor criticilor din ultima perioadă legate de eşecul modelului american, generator al crizei financiare globale. Nici Japonia şi nici Europa capitalistă dezvoltată nu fac notă discordantă din această perspectivă, întrucât nu există mare companie multinaţională, cu sediul central într-una dintre aceste zone ale lumii, care să nu fie listată pe o mare piaţă de capital.

Dintre toate instrumentele financiare ce pot fi tranzacţionate pe o piaţă reglementată, acţiunile prezintă cel mai mare interes pentru investitori. Tranzacţionarea acţiunilor este indiscutabil mult mai des întâlnită pe orice piaţă de capital a lumii decât tranzacţionarea oricărui alt instrument financiar. Încheierea tranzacţiilor cu acţiuni pe piaţa de capital înseamnă, indiferent de nivelul deţinerii, pe de o parte sentimentul generat de dobândirea, respectiv de renunţarea la calitatea de proprietar asupra unei părţi dintr-o companie mai mare sau mai mică, după caz (pe pieţele reglementate sunt listate societăţile care îndeplinesc un criteriu minim de capitalizare), iar pe de altă parte reprezintă o măsură a apetitului pentru risc. Întotdeauna satisfacţia de a fi proprietar, calitate generată de deţinerea de acţiuni, va fi superioară celei de a fi creditor, calitate generată de deţinerea de obligaţiuni, chiar dacă acestea din urmă conferă un grad de siguranţă investiţională sporit. Este evident că în privinţa altor instrumente financiare, o comparaţie între calitatea de acţionar şi calitatea de deţinător al acestora din urmă nu este necesar fi făcută, deoarece, cu cât este mai complex un instrument, cu atât se vor găsi mai puţini investitori dispuşi să-l tranzacţioneze.

---

[1] http://en.wikipedia.org/wiki/List_of_stock_exchanges.

[2] http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=167.

Societăţile pe acţiuni au o istorie veche. Compania Olandeză a Indiilor Orientale (Vereenigde Oost-Indische Compagnie), înfiinţată în anul 1602, este considerată prima societate pe acţiuni din lume. Înfiinţată drept o asociaţie de negustori, scopul ei era de a reduce concurenţa, a împărţi riscurile şi a crea beneficii substanţiale pentru membrii, care altfel s-ar disipat şi diminuat datorită concurenţei ce şi-o făceau unii altora negustorii respectivi. Compania era în căutare de lichidităţi, în special pentru finanţarea expediţiilor în Orientul Îndepărtat, astfel încât a fost nevoită să emită acţiuni pe care să le distribuie publicului. Acţiunile Companiei Indiilor de Est au sunt cele mai vechi titluri tranzacţionate la o bursă[1].

Cu toate acestea există autori care consideră că titlul de valoare numit astăzi „acţiune" are o existenţă mai veche. În timpul pontificatului lui Paul al IV-lea, în 1559 fermele statului papal erau împărţite în acţiuni. Transmiterea acestor acţiuni era un lucru obişnuit şi frecvent. Împărţirea capitalului social în astfel de acţiuni reprezenta un concept comercial[2]. Un alt autor[3] coboară şi mai mult în istorie, evocând o societate înfiinţată în secolul XII în regiunea Toulouse pentru exploatarea unei mori de grâu, beneficiile acestei activităţi fiind împărţite între membrii asocierii.

Istoria acţiunilor a fost sinuoasă, acestea urmând într-un fel evoluţia capitalismului. Un moment de cumpănă a fost în 1720 când s-a prăbuşit preţul acţiunilor South Sea Company, o societate constituită pentru realizarea comerţului cu America. South Sea Trading Company a fost înfiinţată în anul 1711 de guvernul britanic, prin decizia şefului trezoreriei, ministrul de finanţe, lordul Robert Harley. Încă de la înfiinţare compania a primit dreptul exclusiv de a efectua comerţ cu coloniile spaniole din America de Sud. Drepturile de a face comerţ în această zonă presupuneau îndeplinirea unei condiţii necesare: încheierea într-un mod favorabil guvernului britanic a războiului de succesiune la tronul Spaniei.[4] Credibilitatea acestui tip de titluri a scăzut drept consecinţă considerabil în perioada următoare. Legislaţia adoptată imediat după acest dezastru financiar („Bubble Act") a încercat să blocheze asocierile cu un număr mare de membrii să acţioneze ca şi când ar fi societăţi comerciale[5]. În

---

[1] *N. Sârbu*, Revista Investiţii şi Profit, nr. 4, mai 2006, p. 68.

[2] *A. Buchere*, Traité théorétique et pratique des valeurs mobilières et effets publique et de la législation qui les regit, Paris, Marescq Aine-Libraire Editeur, 1869, p. 17, source gallica.bnf/Biblioteque nationale de France.

[3] *J. Granotier*, Le transfert de proprieté des valeurs mobilieres, Economica, Paris, 2010, p. 2.

[4] http://en.wikipedia.org/wiki/The_South_Sea_Company.

[5] *B. Pettet*, Company law, 2nd edition, Pearson Longman, 2005, Edinburgh, p. 9.

1825 acest act normativ a fost amendat, întrucât s-a constatat că este mai avantajos economic să se permită o înregistrare simplă a companiilor[1].

O altă criză a societăţilor pe acţiuni s-a datorat principiilor filosofice şi politice ale revoluţiei franceze. În literatura juridică franceză din secolul XIX s-a arătat că „revoluţia franceză nu a fost favorabilă societăţilor comerciale pe acţiuni. Acestea erau învestite cu privilegii care apăreau ca fiind contrare libertăţii comerciale, iar aceste titluri erau un atentat la standardele revoluţionare. Un decret din 24 august 1793 a suprimat toate asociaţiile cunoscute sub numele de case de conturi, asigurări de viaţă, şi, în general toate acelea care au fondul social bazat pe acţiuni la purtător, pe efecte negociabile, pe înscrieri într-un registru, transmisibile prin acordul de voinţă şi interzicea înfiinţarea altora fără acordul corpului legislativ. Un decret din 17 Vendemiaire, anul II, interzicea toate companiile financiare. Au rămas marile societăţi maritime, nesupuse normelor restrictive"[2]

Cu toate acestea, epoca napoleoniană aduce în Franţa o dezvoltare fără precedent a tuturor instituţiilor dreptului privat. Acest fenomen se manifestă şi în domeniul titlurilor de valoare. În Codul comercial francez din 1807 a fost înscris principiul potrivit căruia vânzarea efectelor publice şi a altor valori mobiliare nu se poate efectua decât prin intermediul agenţilor de schimb[3].

Pe de altă parte, o jurisprudenţă bogată ia naştere în statele capitaliste dezvoltate, Marea Britanie, Franţa, Statele Unite referitoare la vânzarea acţiunilor în special şi a altor „efecte de comerţ". Curtea de Casaţie franceză decide astfel că agentul de schimb avea nu numai obligaţia (conform Codului comercial) de a realiza vânzarea, ci şi pe aceea de a transfera proprietatea pe numele cumpărătorului şi de a exonera vânzătorul de orice obligaţii, sarcini referitoare la titlurile vândute. Neexecutarea acestei obligaţii reprezintă culpa agentului de schimb şi naşte obligaţia acestuia de a repara prejudiciul rezultat, care constă în ceea ce vânzătorul a fost obligat să plătească anticipat[4]. Instanţele din Marea Britanie au statuat în 1889 că, în principiu (*prima facie*), toate acţiunile sunt egale şi conferă drepturi egale deţinătorilor lor, dacă actul constitutiv nu prevede condiţii diferite de emisiune şi circulaţie[5] şi că acţionarii au un drept fundamental de a-şi vinde acţiunile, cu excepţia situaţiei în care administratorii deţin o putere statutară de a refuza transferul acestora în anumite cazuri[6].

În Statele Unite, istoria marilor companii deţinute public începe în jurul anilor 1830 odată cu vânzarea către investitori a acţiunilor unor companii feroviare[7]. În 1872 Curtea Supremă a Pennsylvaniei a decis în materia interpretării principiului celei mai bune execuţii a ordinului de bursă dat de către un client-investitor brokerului său[1] în favoarea brokerului care a executat un ordin într-o manieră mai avantajoasă pentru client, însă fără a respecta întrutotul instrucțiunile acestuia.

---

[1] Ibidem.

[2] *A. Buchere*, op. cit., p. 19-20.

[3] Ibidem, p. 427.

[4] Cass. civ. 31 ian. 1887, în *E. Lambert*, Dictionnaire pratique de législation et de jurisprudence sur les opérations de bourse, *V. Giard et E. Briere*, Paris, 1902, p. 356.

[5] *Birch vs. Cooper*, (1889) 14 AC 525, HL, citată în *B. Pettet*, op. cit., p. 268.

[6] *Re Copal Varnish* [1917]2 Ch 349, în *B. Pettet*, op. cit., p. 273.

[7] *H.G. Manne*, Our Two Corporation Systems: Law and Economics, *Virginia Law Review* vol. 53, no. 2 (Mar., 1967), p. 259, http://www.jstor.org/pss/1071435.

În România, inspirația franceză și italiană în domeniul dreptului comercial s-a făcut resimțită cu putere. Sub influența legii franceze a societăților comerciale din 1867 (rămasă în vigoare până în 1966) au fost introduse în Codul comercial român din 1887 prevederi privind societățile comerciale pe acțiuni, de o surprinzătoare modernitate pentru acele vremuri, multe dintre ele fiind reluate în Legea societăților comerciale adoptată în 1990 după căderea regimului comunist. Sub imperiul normelor din Codul comercial, instanțele române au decis în perioada interbelică faptul că blocarea la vânzare acțiunilor la purtător este ilicită, întrucât contravine principiului că acțiunile sunt cesibile[2], dar că, în principiu, clauzele de agrement la transferul acțiunilor nominative din actele constitutive sunt valabile[3].

Perioada contemporană se caracterizează printr-o dezvoltare fără precedent a razei de acțiune a principiului protecției investitorilor. Cercetările din domeniul economic au reliefat influența directă pe care o are protecția sporită acordată acționarilor unei companii asupra valorii de piață a firmei respective[4].

În 1934, Securities Exchange Act, piatra de temelie a pieței de capital americane, a promovat pentru prima dată într-o formă reglementată principiul protecției investitorilor.

De altfel, înființarea Securities and Exchange Commission-SEC a avut drept obiectiv principal asigurarea unor garanții pentru investitorii pe piața de capital în fața eventualelor acte abuzive care le-ar periclita investiția.

În a doua jumătate a secolului XX, odată cu fundamentarea *teoriei agenției*, formulată de către Jensen și Meckling în 1976[5], a început să se contureze teza unei participări active a tuturor acționarilor la viața economică a societății, chiar și a acelora care dețineau poziții minoritare. Teoria agenției conferă rolul de coproprietari ai companiei tuturor acționarilor, iar administratorilor și managerilor pe acela de mandatari ai primilor.

Conceptul de protecție a investitorilor a dobândit noi dimensiuni odată cu adoptarea de către Congresul american în 1970 a „Securities Investor Protection Act”, act normativ care reglementează ocrotirea intereselor investitorilor pe piața de capital din Statele Unite[6].

---

[1] *Smith vs. Bouvier*, 1872 WL 11403 (Pa. 1872) menționat în *Fr.J. Facciolo*, A Broker's Duty of Best Execution in the Nineteenth and Early Twentieth Centuries, 26 Pace L. Rev. 155 (2005), p.161, http://digitalcommons.pace.edu/plr/vol26/iss1/7.

[2] Trib. Ilfov, secț. I com., P.R., 1923, menționată în *I.L. Georgescu*, Drept comercial român, vol. II, Ed. All Beck, 2002, București, p. 492.

[3] Trib. Ilfov, secț. I com., 13 februarie 1924, P.R., 1928, citată în *I.L. Georgescu*, op. cit., p. 495.

[4] *F. Modigliani, E. Perotti*, Security versus Bank Finance: the Importance of Proper Enforcement of Legal Rules, http://papers.ssrn.com/sol3, 2000; *R. Fahlenbrach*, Shareholders rights and CEO Compensation, University of Pennsylvania, 2004; *L.F. Klapper, I. Love*, Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets, Journal of Corporate Finance, nov. 2004, p. 703-728.

[5] *M.C. Jensen, W.H. Meckling*, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, Journal of Financial Economics, 1976, vol. 3, 303-360.

[6] În temeiul Securities Investor Protection Act, a fost înființată o societate non-profit - *Securities Investor Protection Corporation*, ai cărei membrii sunt toți brokerii și dealerii care

Sancţionarea tot mai drastică în Statele Unite şi în Europa a tranzacţionării în baza informaţiilor privilegiate şi a manipulării pieţei de capital[1], introducerea principiului potrivit căruia acţionarii minoritari sunt îndreptăţiţi să primească un preţ echitabil pentru acţiunile lor în cazul în care se schimbă controlul asupra societăţii, pe cale jurisprudenţială în Statele Unite şi pe cale legală în Uniunea Europeană[2], reprezintă repere semnificative ale noilor orientări care caracterizează tranzacţionarea instrumentelor financiare în general şi a acţiunilor în special. De altfel, introducerea unor norme de drept penal pentru tranzacţiile încheiate în mod ilicit pe piaţa de capital răspunde, se pare, unui sentiment public general, care indică acest demers drept cel mai adecvat pentru stabilirea unor „bune practici" pe aceste pieţe[3].

În acest context, s-a constat că statele bazate pe sistemul de *common law*, care deţin pieţe financiare considerabil mai dezvoltate, Statele Unite şi Marea Britanie, oferă un mai mare grad de protecţie a investitorilor decât statele bazate pe sistemul dreptului codificat romano-german[4].

Creşterea semnificativă a volumului tranzacţiilor cu acţiuni pe marile pieţe financiare ale lumii atrage necesitatea unei analize profunde din punct de vedere juridic a acestor operaţiuni.

Contractele de vânzare-cumpărare de acţiuni reprezintă acte de comerţ, obiectivul principial urmărit de părţi la încheierea lor fiind obţinerea de profit sau diminuarea pierderii. În cazul acţiunilor cu o piaţă lichidă, tranzacţionate prin intermediul burselor de valori (sisteme multilaterale de tranzacţionare în viziunea contemporană a legiuitorului Uniunii Europene), celeritatea încheierii raporturilor juridice este considerabil sporită.

Această viteză a încheierii actelor juridice, precum şi prezenţa pe piaţă a unor categorii deosebite de investitori, cu resurse financiare diferite, dar existenţa unor informaţii cunoscute doar de iniţiaţi, pot produce efecte negative în patrimoniile investitorilor obişnuiţi, nespecialişti. De aceea este nevoie de reglementare. În dreptul pieţei de capital, poate mai mult ca în alte ramuri ale ştiinţelor juridice, „dreptul este menit să-l apere pe cel slab în faţa celui puternic"[5].

---

acţionează pe teritoriul Statelor Unite, sub imperiul regimului juridic american. Scopul principal al acestei corporaţii non-profit este protejarea intereselor publicului în faţa riscurilor generate de actele brokerilor şi ale dealerilor, precum şi în faţa dificultăţilor financiare ale acestora.

[1] Calisto Tanzi, fondatorul grupului multinaţional Parmalat a fost condamnat la 10 ani de închisoare pentru manipularea pieţei de capital, http://www.law360.com/topnews/articles/171241/parmalat-founder-loses-appeal-of-10-year-sentence; Bernhard Madoff a fost condamnat în Statele Unite la 150 de ani de închisoare pentru dezvoltarea unei scheme piramidale („scherma Ponzi"), investitorii fiind induşi în eroare cu privire la valoarea reală a titlurilor achiziţionate, http://www.cnbc.com/id/31610169/Madoff_Sentence_Cheered_Seen_as_Strong_Message.

[2] *Jones vs. H.F. Ahmanson&CO.* (1969) 1 C3d 93 [L.A. 29651Cal. Sup. Ct., 7 noiembrie 1969] şi Directiva 2004/25/CE.

[3] *R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer*, What Works In Securities Laws?, National Bureau of Economic Reaserch, 2003, p.13, http://www.nber.org/papers/w9882.pdf.

[4] *R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny*, Law and Finance 1996, NBER Working Paper, p. 40, http://www.nber.org/papers/w5661.pdf?new_window=1.

[5] *Y. Guyon*, Droit des affaires, Tome I, Droit commercial general et societes, 10 edition, Ed. Economica, Paris, 1998, p. 468.

Pieţele financiare ale lumii nu pot funcţiona în afara dreptului sau doar în baza unor principii generale. Norma juridică trebuie să urmeze însă într-un ritm cât mai susţinut evoluţia relaţiilor comerciale, dezideratele actorilor acestor pieţe. Atâta vreme cât actuala filosofie a sistemului economic mondial nu va fi schimbată, este logic ca aceste subiecte de drept cu caracteristici speciale să constituie motorul unei creşteri economice sănătoase. Din perspectivă economică, efectul principal îl reprezintă creşterea vitezei de circulaţie a banilor. Din perspectivă juridică, efectul principal îl reprezintă creşterea numărului de raporturi juridice.

În consecinţă, creşterea numărului şi volumului tranzacţiilor bursiere efectuate pe o piaţă de capital reprezintă o măsură indubitabilă a încrederii de care se bucură emitenţii listaţi pe acea piaţă, fiind un semn al dezvoltării economice a statului în care se găseşte situată aceasta.

Nu în ultimul rând, trebuie subliniat că actele translative de proprietate încheiate pe piaţa de capital sunt supuse unui regim juridic cu totul special care necesită o interpretare deosebită a normelor legale din domeniul drepturilor omului, în special al celor care garantează dreptul de proprietate. În general, în cvasiunanimitatea cazurilor, investiţia de piaţă de capital vizează exclusiv obţinerea de profit, „înmulţirea banilor" şi nu dobândirea unui anumit drept de proprietate. De aceea, legiuitorul acordă prioritate ocrotirii valorii investiţiei şi nu a dreptului de proprietate asupra acţiunilor sau a altor instrumente financiare, permiţând, spre exemplu, privarea de dreptul de proprietate a unui subiect de drept privat în beneficiul altui subiect de drept privat, astfel cum este cazul în situaţia exercitării dreptului de *squeeze out*.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

[illegible]

Această stare a incidenței actelor juridice, precum și prezența pe piață a unor categorii diferite de investitori, cu resurse financiare diferite, dar existența unor informații cunoscute doar de unii, pot produce efecte negative în patrimoniile investitorilor obișnuiți, neinițiați. De aceea este nevoie de reglementare. În dreptul pieței de capital, poate mai mult ca în alte ramuri ale științelor juridice, „dreptul este menit să-l apere pe cel slab în fața celui puternic”[5].

---

acționează pe teritoriul Statelor Unite, sub imperiul regimului juridic american. Scopul principal al acestei corporații nonprofit este protejarea intereselor publicului în fața riscurilor generate de actele brokerilor și ale dealerilor, precum și în fața dificultăților financiare ale acestora.

[1] Calisto Tanzi, fondatorul grupului producător Parmalat a fost condamnat la 10 ani de închisoare pentru manipularea pieței de capital, http://www.hw360.com/.../news/article/171241/parmalat-founder-tanzi-...-of-10-year-sentence; Bernhard Madoff a fost condamnat în Statele Unite la 150 de ani de închisoare pentru dezvoltarea unei scheme piramidale („schema Ponzi”) în care [illegible] în scopul de [illegible] la valoarea reală a titlurilor subiacente, http://www.msnbc.msn.com/id/31618185/Madoff_Sentence_Cheered_Seen_as_Strong_Message.

[2] *Jones vs. H.F. Ahmanson&Co* (1969) 1 C3d 93 [L.A. 29651 Cal. Sup. Ct., 7 noiembrie 1969] și Directiva 2004/25/CE.

[3] *R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer*, What Works in Securities Laws?, National Bureau of Economic Research, 2003, p. 13, http://www.nber.org/papers/w9882.pdf.

[4] *R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny*, Law and Finance 1996, NBER Working Paper, p. 40, http://www.nber.org/papers/w5661.pdf?new_window=1.

[5] *Y. Guyon*, Droit des affaires, Tome 1, Droit commercial général et sociétés, 10 édition, Ed. Economica, Paris, 1998, p. 432.

Titlul I. Acțiunea. Noțiune, natură și caractere juridice

Capitolul I. Noțiunea și rolul economic

Secțiunea 1. Noțiunea

Acțiunea a fost definită în mod tradițional în doctrină[1] drept un titlu de valoare reprezentând o fracțiune a capitalului social al unei societăți comerciale. Literatura juridică din România consideră în general acțiunea ca fiind un titlu de credit[2], căruia îi lipsesc caracteristicele esențiale ale literalității și autonomiei[3].

În doctrina clasică franceză s-a reliefat că acțiunea este o parte a fondului social, un drept al asociatului[4] și că acțiunile sociale sau industriale sunt titluri care reprezintă părți din activul societății care le emite[5].

Într-o viziune sintetică contemporană, acțiunea este considerată ca fiind un drept al asociatului și cea mai importantă valoarea mobiliară[6]. Încă din secolul XIX, acțiunea era considerată prototipul clasic al valorii mobiliare, titlu transmis de o persoană juridică recunoscută de stat în schimbul capitalului încredințat temporar sau perpetuu de asociați[7].

În sistemul de *common law*, acțiunea reprezintă o parte din proprietatea asupra companiei, această idee fiind întemeiată pe teoria „coproprietății"[8]. Este de menționat că această teorie conține parțial elemente de similitudine cu coproprietatea clasică din dreptul civil). Într-o altă opinie[9], acțiunea este o parte socială reprezentată printr-un titlu, transmisibil și negociabil, în care se materializează dreptul asociatului și conferă posesorului calitatea de acționar.

---

[1] *St.D. Cărpenaru*, Drept comercial român, ed. a 5-a, Ed. All Beck, 2004, p. 308.

[2] *St.D. Cărpenaru*, op. cit., 2004, p. 309; *I.L. Georgescu*, op. cit., p. 482.

[3] *R. Vonica*, Dreptul societăților comerciale, ed. a 2-a, Ed. Lumina Lex, 2000, p. 217-218.

[4] *E. Thaller*, Traité élémentaire de droit commercial, 4éme édition, Paris, Librairie Nouvelle de Droit et de Jurisprudence, 1910, p. 320, n. 579.

[5] *A. Buchere*, Traité théorique et practique des valeurs mobilières et effets publiqs et de la législation qui les régit, Paris, Marescq Aine-Libraire Editeur, 1869, p. 15, source gallica.bnf/Bibliothèque nationale de France.

[6] *Ph. Merle*, Droit commercial. Sociétés commerciales, Dalloz, 11e édition, 2007, Paris, p. 295.

[7] *G. Deloison*, Traité des valeurs mobilières françaises et étrangeres et des opérations de bourses, L.Larose et Forcel Libraires-Editeurs, 1890, p. 4, http://gallica.bnf.fr/ark:/12148/bpt6k5699546f.

[8] *G. Morse*, Charlesworth's Company Law, 13th edition, Ed. Stevens & Sons, Londra, 1987, p. 264.

[9] *R. Vonica*, op. cit., 2000, p. 217.

S-a arătat[1] că acțiunile au o valoare nominală care reflectă o cotă-parte din capitalul social. Acțiunea a fost privită[2] și ca reprezentând interesul unei persoane într-o companie, măsurat printr-o sumă de bani (valoarea nominală) și constând într-o multitudine de drepturi și obligații. Conținutul acestora este conturat de o serie de convenții încheiate cu ceilalți acționari, în acord cu prevederile legale (conform Companies Act 1985, legea societăților comerciale aplicabilă în Marea Britanie).

Având în vedere ansamblul normativ din sistemul de drept românesc, dar și viziunea reglementărilor Uniunii Europene asupra dreptului societar, putem defini **acțiunea** ca *fiind o parte din capitalul social al unei societăți comerciale, liber negociabilă, ce conferă drepturi patrimoniale și nepatrimoniale titularului, care pot fi exercitate doar pe durata de existență a societății emitente.*

Secțiunea a 2-a. Rolul economic

Profesorul Thaler, vorbind despre dimensiunea economică a acțiunii la începutul secolului XX, arăta că „ceea ce rămâne valabil, este faptul că acțiunea a adus profit unor clase (categorii sociale) altădată străine speculației. Aceasta a dezvoltat numeroase valențe care îi neutralizează în parte avantajele economice. Acțiunea este opusă dobânzii, drept stabil, fix al persoanei, prin faptul că formează o parte socială negociabilă. Acționarul este un asociat ale cărui caracteristici individuale nu interesează deloc, ci doar câți bani aduce în afacere".[3] Tot astfel, a subliniat faptul că „acțiunea grupează și conduce micile economii, democratizează titlurile asociative, punându-le la dispoziția celor mici (n.n. investitori), mobilizează construcția de căi ferate, funcționarea uzinelor, mijlocind coproprietatea asupra acestora prin intermediul unor certificate a căror circulație (n.n. juridică) este facilă."[4].

În literatura juridică franceză mai recentă s-a arătat[5] că „dezvoltarea valorilor mobiliare a bulversat incontestabil compoziția patrimoniilor private în detrimentul bunurilor imobiliare. De această dezvoltare a valorilor mobiliare au profitat marile întreprinderi care au putut astfel să-și consolideze fondurile proprii."

Privită într-un spectru mai larg, acțiunea reprezintă modelul de bază al instrumentului financiar[6]. În literatura juridică britanică, a fost propus un test extrem de relevant privind definirea instrumentelor financiare, din perspectiva rolului lor economic[1]. Astfel, un bun (în înţelesul de investiţie, deci un bun incorporal), pentru a fi calificat drept instrument financiar, trebuie să îndeplinească următoarele condiţii:

---

[1] *G. Morse*, op. cit., p. 422.

[2] Ibidem.

[3] *E. Thaller*, op. cit., p. 318-319.

[4] Ibidem, p. 318-319.

[5] *Ph. Merle*, op. cit., p. 296-297.

[6] Potrivit art. 7 alin. (1) pct. 14^1 din O.U.G. nr. 99/2006 privind instituțiile de credit și adecvarea capitalului (M.Of. nr. 1027 din 27 decembrie 2006), expresia instrumente financiare are următoarele semnificații: a) valori mobiliare; b) instrumente ale pieței monetare; c) titluri de participare la organismele de plasament colectiv; d) opțiuni, contracte *futures*, *swap-uri*, contracte *forward* pe rata dobânzii și orice alte contracte derivate în legătură cu valori mobiliare, valute, rate ale dobânzii sau rentabilității ori alte instrumente derivate, indici financiari sau indicatori financiari, care pot fi decontate fizic ori în fonduri bănești; e) opțiuni, contracte *futures*, *swap-uri*, contracte *forward* pe rata dobânzii și orice alte contracte derivate în legătură cu mărfuri care trebuie decontate în fonduri bănești sau pot fi decontate în fonduri bănești la cererea uneia dintre părți (altfel decât în caz de neplată sau de alt incident care

- **să facă obiectul unui interes comun în investiţie**, mai mulţi investitori au un interes într-o schemă investiţională comună (comunitate orizontală de interese); unele curţi din SUA au arătat că este suficient ca un singur investitor să aibă interes comun cu managerul în privinţa investiţiei sale (comunitate verticală de interese);
- **expectaţia profiturilor**, veniturile aşteptate trebuie să provină din câştigurile societăţii respective, nu din alte contribuţii adiţionale, iar aceste venituri trebuie să reprezinte motivaţia principală a investiţiei (n.n. – în categoria acestor „câştiguri" se încadrează şi acelea care generează aprecierea, creşterea cursului instrumentului financiar pe piaţa de capital, eveniment ce stă la temelia unui eventual profit realizat de investitor; nu trebuie înţelese prin noţiunea de profituri numai acele beneficii care sunt acordate acţionarilor ca urmare a distribuirii de dividende);
- **efortul altor persoane**, în principal este vorba de eforturile managerilor companiei, care trebuie să fie predominant pentru calificarea unor titluri emise de o entitate ca fiind instrumente financiare.

Aceste criterii vizează, în conformitate cu pragmatismul anglo-saxon care pune accent pe dimensiunea economică a dreptului, obiectivul urmărit la emiterea instrumentelor financiare, privindu-le în mod dinamic. În consonanţă cu testul propus, autorul citat rezumă *causa remota* a investiţiei, subliniind că „investitorul cumpără instrumente financiare (acţiuni) pentru a obţine un venit sau profit, el nu cumpără bunuri consumabile sau servicii[2].

---

conduce la reziliere); f) opţiuni, contracte *futures*, *swap-uri* şi alte contracte derivate în legătură cu mărfuri şi care pot fi decontate fizic, cu condiţia să fie tranzacţionate pe o piaţă reglementată şi/sau în cadrul unui sistem alternativ de tranzacţionare; g) opţiuni, contracte *futures*, *swap-uri*, contracte *forward* şi orice alte contracte derivate în legătură cu mărfuri, care pot fi decontate fizic, neincluse în categoria celor de la lit. f) şi neavând scopuri comerciale, care au caracteristicile altor instrumente financiare derivate, ţinându-se seama, printre altele, dacă sunt compensate şi decontate prin intermediul unor case de compensare recunoscute sau sunt subiect al apelurilor în marjă în mod regulat; h) instrumente derivate pentru transferul riscului de credit; i) contracte financiare pentru diferenţe; j) opţiuni, contracte *futures*, *swap-uri*, contracte *forward* pe rata dobânzii şi orice alte contracte derivate în legătură cu variabile climatice, navlu, aprobări pentru emisii de substanţe sau rate ale inflaţiei ori alţi indicatori economici oficiali, care trebuie decontate în fonduri băneşti sau pot fi astfel decontate la cererea uneia dintre părţi (altfel decât în caz de neplată sau de alt incident care conduce la reziliere), precum şi orice alte contracte derivate în legătură cu active, drepturi, obligaţii, indici sau indicatori, neincluse în prezenta definiţie, care prezintă caracteristicile altor instrumente financiare derivate, ţinându-se seama, printre altele, dacă sunt tranzacţionate pe o piaţă reglementată sau în cadrul sistemelor alternative de tranzacţionare şi sunt compensate şi decontate prin intermediul unor case de compensare recunoscute sau fac obiectul unor apeluri în marjă în mod regulat.

[1] *A.R. Palmiter*, Securities Regulation: examples and explanations, Aspen Publishers, 2008, p. 44.

[2] Ibidem, p. 43.

Capitolul II. Natura juridică a acţiunilor

Secţiunea 1. Premise conceptuale

Credem că este necesar ca stabilirea naturii juridice a acţiunii să se realizeze în funcţie de modul în care este percepută, fiind aşadar necesară determinarea calităţii de bun corporal sau incorporal. Această operaţiune prezintă relevanţă deosebită, în opinia noastră, în privinţa identificării şi explicării corecte şi raţionale a mecanismului juridic care conduce la transferul dreptului de proprietate. Dacă distincţia din dreptul roman între bunuri corporale şi bunuri incorporale avea drept obiectiv stabilirea regimului juridic al transferului dreptului de proprietate, credem că acest deziderat rămâne valabil şi în dreptul modern, aflându-ne din această perspectivă în contradicţie cu aserţiunile potrivit cărora distincţia între bunurile corporale şi bunurile incorporale nu mai prezintă însemnătate în privinţa transmiterii proprietăţii[1].

Bunul incorporal a fost definit în doctrina dreptului civil drept „acea valoare economică care are o existenţă ideală, abstractă, putând fi perceput cu ochii minţii”[2], pornindu-se de la descrierea din dreptul roman: *incorporales quae tangi non possunt, qualia sunt quae in iure consistunt, sicut hereditas, usufructus, obligationes* (Gaius, Institutele II, nr. 14)[3]. Prin opoziţie, **bunul corporal** este acel bun care are o existenţă materială fiind uşor perceptibil cu simţurile omului[4]. Potrivit vechiului Cod civil, bunurile mobile incorporale sunt descrise de art. 474: „(1) Sunt mobile prin determinarea legii, obligaţiile şi acţiunile care au de obiect sume exigibile sau efecte mobiliare, acţiunile sau interesele în companii de finanţe, de comerţ sau de industrie, chiar şi când capitalul acestor companii constă în imobile. (2) Aceste acţiuni sau interese se socot ca mobile numai în privinţa fiecărui din asociaţi şi pe cât ţine asociaţia. (3) Sunt asemenea mobile prin determinarea legii, veniturile perpetue sau pe viaţă asupra statului sau asupra particularilor.”

Noul Cod civil nu a păstrat această prezentare enunţiativă, limitându-se la a indica, prin excluderea bunurilor imobile, sfera de cuprindere a bunurilor mobile, în cadrul art. 539 alin. (1).

Secţiunea a 2-a. Necesitatea unei distincţii între bunurile corporale şi cele incorporale

Fără a resimţi influenţe ale unor concepţii „materialiste” (chiar şi de ordin filosofic) dreptul roman recunoştea proprietatea asupra lucrurilor incorporale, „*res incorporales*”. Analizându-se această concepţie, în filosofia dreptului francez s-a subliniat faptul că „dreptul este un lucru incorporal a cărui consistenţă rezidă într-un raport juridic abstract. Asupra unei *obligatio* (*vinculum juris*) se putea exercita *dominium*,

---

[1] *C. Hamangiu, I. Rosetti-Bălănescu, Al. Băicoianu*, op. cit., p. 863-864.

[2] *Gh. Beleiu*, op. cit., p. 105.

[3] http://faculty.cua.edu/pennington/law508/roman%20law/GaiusInstitutesEnglish.htm#SECOND%20BOOK.

[4] *Gh. Beleiu*, op. cit., p. 105; *G. Boroi*, op. cit., p. 107.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

respectiv puterea asupra unui lucru care devine pe cale de consecință obiectul unei apropriațiuni individuale”[1].

În doctrina interbelică s-a considerat[2] că distincția dintre bunurile corporale și cele incorporale este inutilă, întrucât nu reprezintă o clasificare, „ci o alăturare incoerentă”. Acești autori importanți ai dreptului civil român au apreciat că în situația în care „considerăm lucrurile în materialitatea lor, nu putem vorbi de bunuri incorporale”, iar în situația în care facem abstracție de materialitatea lucrurilor și nu avem în vedere decât drepturile care poartă asupra acestora „toate drepturile sunt incorporale și nu putem vorbi de bunuri corporale”. Raționamentul acesta pare a indica, desigur, un sofism și, simțind acest risc, autorii sus-menționați își articulează raționamentul pe considerentul că dreptul de proprietate se identifică cu obiectul proprietății și dobândește caracterul de bun corporal, în timp ce toate celelalte drepturi rămân incorporale[3]. Tot astfel, s-a arătat că „opțiunea între bunul corporal și cel incorporal este între dreptul de proprietate (care se confundă cu lucrul), singurul fiind corporal, și toate celelalte drepturi, reale și de creanță, fiind toate bunuri incorporale”[4].

În literatura juridică franceză[5] s-a explicat în mod nuanțat această încadrare a tuturor drepturilor reale și de creanță în categoria bunurilor incorporale și a dreptului de proprietate în cea a bunurilor corporale: atunci când un drept de proprietate poartă asupra unui obiect corporal, are tendința naturală de a se concretiza. În loc de a considera ca fiind un bun proprietatea asupra acelui obiect, analiza juridică sintetizează exprimarea și consideră obiectul ca fiind un bun pentru proprietarul său. Un câmp, o casă, un bilet de bancă sunt așadar bunuri. Ele sunt denumite bunuri corporale. Bunurile corporale sunt obiecte materiale supuse proprietății”. Pe de altă parte, același autor arată că bunurile incorporale se împart în drepturi reale și drepturi personale[6], înțelegând prin aceasta toate celelalte drepturi reale și toate drepturile de creanță.

Realizarea unei diferențieri între bunurile corporale și cele incorporale este justificată, așa cum arată doctrina dreptului civil român[7] de aplicarea unui regim juridic diferit în anumite cazuri:

- dobândirea dreptului de proprietate asupra bunurilor mobile ca efect al posesiei de bună-credință, în temeiul art. 937 NCC (art. 1909 vechiul C.civ.), intervine numai în cazul bunurilor mobile corporale;
- dobândirea proprietății prin tradițiune operează doar în cazul bunurilor corporale;
- transmiterea diferită a titlurilor de valoare: cele la purtător prin tradițiune, cele nominale prin cesiune, iar cele la ordin (cambia, biletul la ordin etc.) prin gir sau andosament;

---

[1] *M. Villey*, Leçons d'histoire de la philosophie du droit, Dalloz, 2002, p.175-176.

[2] *C. Hamangiu, I. Rosetti Bălănescu, Al. Băicoianu*, Tratat de drept civil român, vol. I, 1928, Ed. Națională S. Ciornei, București, p. 864.

[3] Ibidem, p. 864-865.

[4] *I.P. Filipescu*, Dreptul civil. Dreptul de proprietate și alte drepturi reale, Ed. Actami, București, 1998, p.34.

[5] *R. Savatier*, Cours de droit civil, tome 1, 2^{e} édition, Librairie générale de droit et de jurisprudence, Paris, 1947, p. 244-245.

[6] Ibidem, p. 245.

[7] *Gh. Beleiu*, op. cit., p. 105-106.

- în raporturile de drept internaţionale privat.

Distincţia a fost considerată ca reprezentând numai în aparenţă fundamentul dihotomiei dintre active şi drepturi, dintre material şi imaterial, însă, în realitate, trebuie acceptată ideea că drepturile reprezintă active ale titularului[1].

Doctrina franceză nu a ezitat să considere bunurile ca fiind drepturi susceptibile de evaluare pecuniară, care vizează o cotă din activul patrimonial[2]. Din această perspectivă, bunurile constituie abstracţiuni şi capătă caracterul de bunuri incorporale[3] (spre exemplu, dreptul de creanţă, dreptul de uzufruct etc.).

Un regim juridic neechivoc al bunurilor incorporale nu există în prezent în România, deşi acestea constituie „noua avuţie" contemporană[4], înglobând valori considerabil mai ridicate decât bunurile corporale într-o economie capitalistă dezvoltată (argumente peremptorii sunt faptul că marile proprietăţi imobiliare sunt deţinute de societăţi comerciale sau fonduri de investiţii care emit titluri de valoare, că cvasiunanimitatea bunurilor de larg consum sunt vândute de companii care emit titluri de valoare, că banii pe lângă faptul că sunt în majoritatea lor electronici, sunt depozitaţi în instituţii de credit care emit titluri de valoare etc.). De aceea, credem că o teorie generală a bunurilor incorporale care să stea la baza unei viitoare amendări a Codului civil ar fi un demers de o utilitate indiscutabilă.

Secţiunea a 3-a. Determinarea naturii juridice acţiunilor

3.1. Acţiunea este un bun mobil

Privită ca valoare mobiliară, acţiunea a fost considerată ca fiind un titlu reprezentând o creanţă asupra emitentului[5]. În acelaşi timp, unii autori[6], susţinând teoria dreptului de creanţă, au arătat ca acţiunea, ca valoare mobiliară, se fundamentează pe un raport juridic de creanţă între emitent şi deţinător, nu pe un drept real asupra emitentului. Doctrina clasică a dreptului civil român a recunoscut natura mobiliară a drepturilor unui acţionar pe perioada de funcţionare a societăţii, însă a rămas ancorată în vechea abordare a dreptului francez potrivit căreia acţiunea era un drept de creanţă: „Creanţa asociaţilor nu se transformă în proprietate asupra capitalului social decât după lichidarea definitivă."[7]

În doctrina franceză contemporană[8], s-a subliniat însă faptul că acţiunea-valoare mobiliară nu reprezintă un simplu drept de creanţă asupra emitentului, ci conferă asupra valorii înscrise în cont (acţiunea dematerializată) „un drept ataşat categoriei de drepturi reale care îi dau puterea utilizării directe şi imediate şi care se bucură de opozabilitate absolută". Considerăm că este absolut corectă[1] această interpretare, neexistând argumente suficient de puternice care să justifice tratarea acţiunii drept un simplu drept de creanţă asupra emitentului, şi nu ca şi un bun mobil, care poate avea o natură corporală sau una incorporală.

---

[1] *D. Brunelle*, La raison du capital. Essai sur la dialectique, Montréal: Les Éditions Hurtubise HMH, Montréal, 1980, collection Brèches, p. 121.

[2] *R. Savatier*, op. cit., p. 294.

[3] Ibidem.

[4] *C. Munteanu*, Consideraţii asupra bunurilor incorporale în actualul şi în Noul Cod civil, Dreptul nr. 3/2010, p. 70.

[5] *Gh. Piperea*, op. cit., Societăţi comerciale..., p. 247.

[6] *S. David, H. Dumitru*, Câteva precizări conceptuale privind legislaţia aplicabilă pieţei valorilor mobiliare, Dreptul nr. 8/1996, p. 37.

[7] *C. Hamangiu, I. Rosetti Bălănescu, Al. Băicoianu*, op. cit., p. 911.

[8] *D. Roblot*, „ANSA brochure" (ANSA – Asociaţia Naţională a Societăţilor pe Acţiuni din Franţa), 1984, parag. 18.

De aceea, apreciem că acţiunea este un **bun mobil** (prin determinarea legii, conform art. 474 vechiul C.civ.) care constă într-un titlu negociabil, fiind în realitate un titlu de valoare *sui generis*.

Stingând pe viitor orice controversă doctrinară sau jurisprudenţială privind includerea în categoria bunurilor a „lucrurilor" incorporale, Noul Cod civil român în cadrul art. 535 califică expres ca având natura de bunuri „... lucrurile corporale sau incorporale, care constituie obiectul unui drept patrimonial".

Acţiunile, fie că sunt listate, fie că sunt nelistate, trebuie încadrate, astfel cum am arătat, în rândul bunurilor. Întrebarea esenţială care se ridică însă este aceea dacă toate tipurile de acţiuni care circulă au aceeaşi natură juridică sau există diferenţieri în funcţie de modul în care sunt emise, respectiv în forma materială sau în formă dematerializată, ori în funcţie de modul în care este identificat proprietarul lor. Vom încerca să răspundem la această întrebare, arătând că natura de bun corporal sau incorporal al acţiunilor nu poate să difere în funcţie de admiterea sau neadmiterea acestora la tranzacţionare pe o piaţă de capital.

3.2. Natura juridică a acţiunilor emise în formă materială

3.2.1. Argumente în sprijinul tezei caracterului juridic de bun corporal al acţiunilor emise în formă materială. Problema încorporării dreptului în titlu

Tradiţional s-a susţinut că drepturile patrimoniale sunt încorporate în înscrisul care le constată[2], însă evoluţia dinamicii comerciale, precum şi tehnicii a determinat o modificare a abordării naturii juridice şi a modalităţilor legale de transmitere a valorilor mobiliare. Prin teza încorporării dreptului în titlu s-a afirmat în realitate ideea unei fuziuni între *negotium* şi *instrumentum*. S-a arătat totodată că teoria încorporării dreptului în înscris elimină formalismul cesiunii de creanţă din dreptul civil şi conferă negociabilitate valorilor mobiliare[3].

Partizanii teoriei încorporării dreptului în titlu au argumentat că „dreptul este indisolubil legat de titlul însuşi până în punctul în care transferul unuia fără celălalt este imposibil şi că doar cel care are titlul poate exercita dreptul"[4].

S-a susţinut în doctrină, de către doi autori luxemburghezi, şi că procesul de transformare a unei valori în instrument financiar, (denumit în legislaţia română oarecum impropriu „securitizare”[1]) cunoscut sub noțiunea de „*titrisation*” în franceză sau „*securitization*” în engleză, „nu este altceva decât încorporarea unui drept în titlu” și că „dreptul circulă ca și titlul, dar nu poate circula decât cu titlul”[2].

---

[1] Aşa cum am arătat şi anterior *C. Duţescu*, Drepturile acţionarilor, ed. a 2-a, Ed. C.H. Beck, 2007, p. 39 şi *C. Duţescu*, Drepturile acţionarilor, ed. a 3-a, 2010, p. 25.

[2] Teoria a fost formulată în doctrina franceză de profesorii Planiol şi Ripert – *M. Planiol, G. Ripert*, Traité pratique de droit civil français, tomme III, Les biens, 2ᵉ éd., par M. Picard, 1952, p. 562.

[3] *D. Martin*, De la nature corporelle des valeurs mobilières, Dalloz. 1996, p. 47, n. 10.

[4] *J. Van Ryn, J. Heenen*, Principes de droit commercial, vol. 3, 2ᵉ éd., Bruxelles, Ed. Etablissement Emile Bruylant 1988, no 79.

Profesorul Stoica, susținând teza încorporării dreptului în titlu, arată că „titlurile de valoare sunt înscrisuri care încorporează, în materialitatea lor, drepturile patrimoniale pe care le constată, astfel încât persoana care posedă în mod legitim este și titulara dreptului menționat în înscris”[3]. Tot un partizan al încorporării dreptului în titlu, profesorul Turcu a fost și mai tranșant: „Dreptul de proprietate asupra titlurilor și dreptul de creanță pe care acesta îl constată se confundă; dreptul de creanță nu există fără titlu, nu poate fi realizat decât de posesorul legitim al titlului”[4]. S-a reliefat că există nivele diferite de încorporare, iar cu cât este mai mare gradul de încorporare a dreptului patrimonial în înscris, cu atât este mai simplă procedura de transmitere a dreptului, dându-se drept exemplu de încorporare completă titlurile de valoare la purtător[5]. Tot astfel, s-a arătat că în cazul încorporării complete drepturile patrimoniale constatate prin înscrisuri sunt limitate la drepturile de creanță[6]. În același context, a fost susținută ideea unei posesii mediate asupra dreptului de creanță, prin mijlocirea înscrisului care constată creanța: „deși dreptul de creanță este incorporal, posesia lui este posibilă prin posesia înscrisului în a cărui materialitate s-a încorporat creanța”[7].

S-a arătat în literatura juridică franceză că, prin încorporarea dreptului în titlu, intervine o fuziune între *instrumentum* și *negotium*, care se referă la creanța titularului contra societății[8].

În sprijinul teoriei încorporării, în doctrina franceză s-a reliefat și că „fenomenul încorporării nu vine decât să exprime realitatea juridică a dependenței existente între drept și titlu”[9].

Teza încorporării dreptului în titlu în cazul acțiunilor și a instrumentelor financiare în general este discutabilă chiar și în ipoteza circulației sub formă materializată a acestora, întrucât existența operațiunii juridice, *negotium*, nu poate fi anihilată în nicio împrejurare de dispariția înscrisului constatator. În cazul acțiunilor, drepturile deținute de titularul lor, indiferent dacă există un drept de proprietate ocrotit de norme legale, sau un alt drept real, sunt stabilite de lege și de statute (actele constitutive) și nu de consemnările realizate în cadrul înscrisului-*instrumentum*.

Dematerializarea instrumentelor financiare a influențat decisiv dimensiunea teoretică a acestei probleme determinând autorii de drept să caute soluții doctrinare care să nu pornească de la premisa încorporării dreptului în titlu. Identificarea unei soluții teoretice adecvate în această privință aduce incontestabile beneficii practice, îndeosebi în materia probațiunii încheierii anumitor raporturi juridice.

---

[1] Legea nr. 31/1996 privind securitizarea creanțelor, M.Of. nr. 225 din 13 martie 2006.

[2] *P. Mousel, F. Fayot*, La circulation des titres, în Droit bancaire et financier au Luxembourg, Recueil de doctrine, Larcier, 2004, vol. 3, p. 1322.

[3] *V. Stoica*, op. cit., p. 39.

[4] *I. Turcu*, Teoria și practica dreptului comercial român, vol. II, Ed. Lumina Lex, București, 1998, p. 83.

[5] *V. Stoica*, op. cit., p. 39.

[6] Ibidem.

[7] Ibidem.

[8] *J. Granotier*, op. cit., p. 35.

[9] *S. Torck*, Essai d'une théorie générale des droits réels sur choses fongibles, Th. Paris II, 2000, n. 456.

Dematerializarea a abstractizat transferul acțiunilor[1].

Cu toate acestea, chiar înainte de a se discuta despre dematerializarea valorilor mobiliare, în doctrină s-a susținut într-o formă neechivocă și printr-o construcție a logicii juridice deosebit de articulată, teza neîncorporării dreptului patrimonial în titlu, în înscrisul constatator[2]. Profesorul Thaller a construit teoria novației prin efectul unei delegații, pe care emitentul nu are dreptul să o refuze. Dreptul acționarului nu este încorporat în titlu, pentru că **dreptul nu își conservă natura sa prin intermediul unui certificat constatator eliberat de societatea emitentă**. Certificatul sau extrasul, eliberat de emitent care atestă înscrierea în registrul acționarilor a dreptului fiecărui acționar, nu este un element obligatoriu pentru existența dreptului, ci numai o probă a acestei existențe. Titlul, în sensul de înscris, „nu este un suport indispensabil al dreptului, care se limitează la primă formă a valorii, valoarea nominală".

Un alt autor francez[3] a arătat că „înscrisul nu creează dreptul, ci îl constată" și „dreptul precede *instrumentum*-ul care îl probează". Doctrina neîncorporării dreptului în titlu s-a afirmat cu forță deosebită după momentul dematerializării valorilor mobiliare, ce a avut loc în Franța în baza Legii din 30 decembrie 1981.

3.2.2. Argumente în sprijinul tezei caracterului juridic de bun incorporal al acțiunilor emise în formă materială

Autori români prestigioși de drept civil, pornind de la textul art. 474 vechiul C.civ., au susținut teza caracterului de bun mobil incorporal al titlurilor de valoare (categorie în care includ desigur și acțiunile).

Astfel, profesorii Beleiu[4] și Boroi[5] oferă fără ezitare drept exemplu de bunuri mobile incorporale titlurile de valoare în categoria cărora enumeră, bineînțeles, și acțiunile, fără a distinge dacă acestea sunt emise în formă materială sau sunt dematerializate.

În literatura juridică franceză, din rațiuni diferite, cea mai importantă fiind susmenționata dematerializare a tuturor valorilor mobiliare prin Legea din 30 decembrie 1981, titlurile de valoare sunt tratate drept bunuri detașate în mod absolut de orice suport material[6]. Autori români, inspirați de interpretarea franceză, însă fără a regăsi un temei în legislația română, au încadrat pur și simplu titlurile de valoare în specia „bunurilor incorporale în mod absolut"[7] sau au susținut că drepturile de creanță sunt

---

[1] *Y. Guyon*, Les aspects juridiques de la dématérialisation des valeurs mobilières, Rev. soc., 1984, p. 45.

[2] *E. Thaller*, op. cit., 1910, p. 457, n. 891.

[3] *F.X. Lucas*, Les transferts temporaires de valeurs mobilières, L.G.D.J., Paris, 1997, n. 409.

[4] *Gh. Beleiu*, op. cit., p. 105.

[5] *G. Boroi*, op. cit., p 107.

[6] *J. Carbonier*, Droit civil. Tomme 3. Les biens, 2000, Les Presses Universitaires de France (PUF), p. 92.

[7] *O. Ungureanu, C. Munteanu*, Tratat de Drept civil. Bunurile. Drepturile reale principale, Ed. Hamangiu, 2008, p. 88.

B.C.U. „M. EMINESCU" IAȘI

expresia unor raporturi juridice nepatrimoniale abstracte nematerializate în lucruri tangibile, chiar dacă se concretizează uneori în titluri de valoare.”[1]

De altfel, în toată literatura juridică română, indiferent de teza susținută, se remarcă o evidentă reținere în a exprima o poziție tranșantă în privința încadrării titlurilor de valoare (și a acțiunilor pe cale de consecință) în categoria bunurilor corporale sau în cea a bunurilor incorporale. Spre exemplu, profesorul Boroi, după ce realizează încadrarea în categoria bunurilor incorporale, arată că numai bunurile corporale pot face obiectul transmiterii dreptului de proprietate prin tradițiune, iar în următorul paragraf susține că titlurile de valoare (deja catalogate toate, fără distincție, ca fiind bunuri incorporale) la purtător se transmit prin tradițiune[2]. Oricum, în ciuda acestei contradicții evidente important este că a fost abordată această problemă, evitată de majoritatea autorilor din dreptul privat român.

Nici din perspectiva autorilor care par a fi partizanii celeilalte teze, cea a încorporării în toate cazurile a dreptului de creanță în titlul care îl constată, nu se remarcă o opinie categorică. Profesorul Stoica, susținând teza încorporării dreptului în titlu în cazul titlului de valoare, a recunoscut totuși că în cazul valorilor mobiliare dematerializate, indubitabil titluri de valoare, nu se mai pune problema încorporării dreptului într-un înscris, însă fiind privite prin valoarea lor intrinsecă, de piață, și nu prin raportare la debitorul din raportul juridic obligațional, „se poate vorbi de un drept de proprietate asupra unui drept de creanță”[3].

În rezumat, argumentele care susțin teza conform căreia acțiunile emise în formă materială sunt bunuri incorporale și nu corporale sunt următoarele:

a) Drepturile conferite de calitatea de acționar nu rezultă din mențiunile făcute pe înscris, ci sunt enunțate în actul constitutiv al societății emitente și în lege. Aceste drepturi se nasc dintr-un raport juridic fundamental și pentru a fi puse în circulație sunt materializate în titluri cu valoare de *instrumentum*[4].

b) Drepturile acționarului subzistă și în ipoteza pierderii, furtului sau distrugerii înscrisului. S-a arătat că dreptul încorporat într-un titlu subzistă și atunci când suportul dreptului s-a pierdut, distrus sau sustras[5]. Drepturile conferite de calitatea de acționar nu se sting prin deposedarea acestuia de suportul material, proprietarul acțiunilor având posibilitatea să obțină un duplicat sau un înscris echivalent[6].

Partizanii tezei necorporalității tuturor titlurilor de valoare[7] au dificultăți uneori în a pune în acord ideea încorporării dreptului în titlu și cea a caracterului incorporal al titlului emis în formă materială, în special atunci când este vorba de titluri la purtător. Acceptând teza necorporalității, devine vădit inconsistentă cea a încorporării

---

[1] *E. Lupan, I.S. Sabău*, Tratat de drept civil român, vol. I, Partea generală, Ed. C.H. Beck, 2006, p. 85.

[2] *G. Boroi*, op. cit., p. 107.

[3] *V. Stoica*, op. cit., p. 40.

[4] *E. Florescu*, Regimul juridic al titlurilor de credit și al valorilor mobiliare, Ed. Rosetti, București, 2005, p. 62.

[5] Ibidem, p. 55.

[6] Ibidem.

[7] Dintre aceștia, cea mai extinsă argumentație din doctrina română este oferită de *E. Florescu*, Regimul juridic al titlurilor de credit și al valorilor mobiliare, Ed. Rosetti, București, 2005, p. 54-55 pentru titlurile la purtător, p. 59 pentru cele la ordin și art. 62 pentru cele nominative.

B.C.U. „M. EMINESCU" IAȘI

dreptului în titlu, întrucât presupune un hiatus logic. Încorporarea dreptului într-un înscris, într-o formă materială din hârtie, conferă materialitate rezultatului încorporării, deci un caracter juridic de bun corporal.

3.2.3. Soluția franceză

Doctrina franceză, întemeindu-se și pe două realități legislative inovatoare la momentul în care au fost adoptate, a tranșat oarecum definitiv problema caracterului juridic al valorilor mobiliare din punct de vedere al modului de percepție.

Cele două soluții adoptate de legiuitorul francez sunt:

a) **dematerializarea tuturor valorilor mobiliare**, în temeiul dispozițiilor art. 94-II din Legea nr. 81-1160 din 30 decembrie 1981, Legea finanțelor pentru anul 1982, denumită și „legea dematerializării"; acest text legal a stabilit faptul că toate valorile mobiliare emise pe teritoriul francez și supuse legislației franceze vor fi înscrise în conturile ținute de persoana juridică emitentă sau de un intermediar abilitat;

b) **admiterea tradițiunii bunurilor mobile incorporale**, conform dispozițiilor art. 1607 C.civ. francez; această operațiune juridică poate fi realizată, potrivit textului legal sus-menționat, fie prin remiterea titlului, fie prin consimțământul vânzătorului de a-i fi folosit dreptul înstrăinat de către cumpărător.

În aceste condiții, unii autori francezi din prezent fac vorbire în mod ironic de un „mit al încorporării dreptului în titlu"[1].

3.2.4. Natura juridică a acțiunilor nominative emise în formă materială

În opinia noastră, în stabilirea caracterului corporal sau incorporal al acțiunilor un rol decisiv îl joacă forma acestora, respectiv modul în care este identificat proprietarul lor, după cum această formă este determinantă pentru stabilirea modului de transfer al dreptului de proprietate[2]. De altfel, există o relație de interdependență reciprocă între aceste trei elemente: forma în care sunt emise valorile mobiliare, modul lor de transfer și proba proprietății, adică modul în care este identificat proprietarul.

Dreptul de proprietate asupra unei acțiuni nominative (drept identificat, așa cum susține doctrina dreptului civil, cu obiectul său) emisă în formă materială este transmis de la cumpărător la vânzător prin declarație făcută în registrul acționarilor și prin mențiunea făcută pe titlu, semnată de cedent și de cesionar sau de mandatarii lor. În cazul acțiunilor nominative titularul dreptului este individualizat. **Esențială** în cazul acțiunilor nominative nu este însă identificarea proprietarului (titularului dreptului) prin menționarea numelui acestuia pe titlu, ci **înscrierea efectuată în registrul acționarilor**. Potrivit art. 98 alin. (1) din Legea nr. 31/1990, pentru a opera transferul dreptului de proprietate asupra acțiunilor nominative emise în formă materială este necesară *ad validitatem* efectuarea declarației semnată de cedent și cesionar în registrul acționarilor (potrivit fostului art. 171 C.com. antebelic, transmiterea acțiunilor nominative se realiza numai prin declarație în registrul acționarilor, astfel încât soluția legiuitorului din 1990, în sensul obligativității mențiunii pe titlu a cesiunii reprezintă o întoarcere inexplicabilă la o formă arhaică de consemnare a actului juridic al cesiunii).

---

[1] *L. Cotret*, op. cit., p. 36.

[2] *J. Hemard, F. Térré, P. Mabillat*, Sociétés commerciales, Tome III, Ed. Sirey, 1978, p. 8.

Transferul dreptului de proprietate asupra acțiunilor nominative nu este legat de predarea înscrisului constatator de către vânzător către cumpărător, ci de efectuarea formalităților de consemnare a tranzacției în registrul acționarilor ținut de societate, pentru probarea dreptului de proprietate asupra acestor acțiuni nefiind suficientă prezentarea înscrisului (a acțiunii în forma sa materială) cu menționarea numelui cesionarului[1], ci fiind necesară „cooperarea personală a cedentului, prezentarea sa la societate și semnarea declarației de înstrăinare în registru”[2].

În aceste împrejurări, apreciem că natura juridică a **acțiunilor nominative** emise în formă materială este aceea de **bunuri mobile incorporale**. Chiar dacă acestea din urmă presupun o „existență materială” a unui înscris, apreciem că acest înscris nu reprezintă bunul ca atare, ci este doar un *instrumentum probationis*, atestând calitatea de acționar, adică de subiect de drept civil aflat într-un raport juridic complex cu societatea emitentă.

Acțiunile nominative emise în formă materială conferă proprietarului lor o serie de drepturi care derivă dintr-un raport juridic fundamental al cărui conținut nu este descris în suportul material constatator, ci rezultă din lege și din actul constitutiv. Acțiunea nominativă reprezintă așadar un bun mobil care poate fi perceput intelectual, însă existența sa nu este ușor perceptibilă cu ajutorul simțurilor. În același timp, dispariția, pierderea sau furtul înscrisului (titlul) nu are nicio semnificație din perspectiva calității de proprietar a titularului, întrucât acesta își va putea proba această calitate cu un extras din registrul acționarilor.

3.2.5. Natura juridică a acțiunilor la purtător

Problema apare atunci când este vorba de stabilirea caracterului juridic de bun mobil corporal sau incorporal al **acțiunilor la purtător** emise în formă materială.

Ideea de încorporare presupune *volens nolens* o existență materială a titlului, iar dacă dreptul și titlul „fuzionează” rezultatul capătă „corp”, se întrupează material. Nu credem că este coerentă din punct de vedere juridic aserțiunea potrivit căreia dreptul încorporat în titlu este neatins, în cazul titlurilor la purtător, chiar și atunci când a dispărut titlul. Desigur, dispariția unor înscrisuri-titluri care atestă existența unor acțiuni la purtător nu conduce automat la stingerea drepturilor acționarului titular al respectivelor acțiuni. Tot astfel, dispariția prin distrugere a titlului nu conduce la obligația societății de a-și reduce capitalul social ca urmare a dispariției, aneantizării unor acțiuni. Acționarul în cauză are dreptul de a beneficia de eliberarea unui duplicat, însă până la primirea acestuia el nu-și va mai putea exercita niciun drept derivat din calitatea de acționar, după cum nu va mai putea exercita nici prerogativele dreptului de proprietate până când nu va primi un nou *instrumentum*.

Ca atare, considerând că logica juridică nu trebuie să se îndepărteze mult de logica propriu-zisă, nu vedem suficient de puternic niciun argument în sprijinul tezei incorporalității acțiunilor (titlurilor) la purtător.

---

[1] Curtea de Casație, dec. din 2 februarie 1944, în R.D.C., 1944.551, citată în *I.L. Georgescu*, op. cit., vol. II, p. 488-489.

[2] *I.L. Georgescu*, op. cit., vol. II, p. 488.

Fără îndoială, acţiunile la purtător sunt susceptibile de posesie şi pot face obiectul tradiţiunii (această operaţiune fiind de esenţa lor). Absenţa identificării titularului lor atât în înscrisul constatator, cât şi într-o altă formă (registru public, registru al acţionarilor societăţii) le apropie până la identificare cu un bun mobil propriu-zis, uşor perceptibil prin simţuri.

Un argument important în sprijinul tezei corporalităţii acţiunilor la purtător îl reprezintă mecanismul juridic prin intermediul căruia este asigurată exercitarea drepturilor accesorii dreptului de proprietate asupra acestor acţiuni. Astfel, dispoziţiile art. 123 alin. (1) din Legea nr. 31/1990 impun, în scopul exercitării dreptului de vot în cadrul adunărilor generale, ca deţinătorii acţiunilor la purtător să le depună în locurile arătate prin actul constitutiv sau prin înştiinţarea de convocare, cu cel puţin 5 zile înainte de adunare. Dispoziţiile art. 123 alin. (1) constituie, *mutatis mutandis*, temeiul pentru exercitarea unui alt drept accesoriu nepatrimonial de către acţionarii care deţin acţiuni la purtător, şi anume dreptul de a participa la adunarea generală. S-a arătat în doctrina română interbelică faptul că, prin depunerea acţiunilor la purtător, secretariatul adunării generale verifică în primul rând calitatea de acţionar, pentru a se preveni accesul unor persoane neîndreptăţite să participe care ar putea tulbura deliberările[1].

Tot astfel, pentru a beneficia de celelalte drepturi accesorii (dreptul la dividende, dreptul de preferinţă în cazul majorării de capital social etc.), acţionarii care deţin acţiuni la purtător trebuie să îndeplinească condiţia prezentării înscrisurilor care încorporează drepturile ce derivă din calitatea de acţionar.

Jurisprudenţa franceză, în ciuda celor două evenimente legislative mai sus evocate, dematerializarea tuturor valorilor mobiliare şi acceptarea tradiţiunii bunurilor incorporale, a stabilit inaplicabilitatea art. 2279 C.civ. francez, referitor la prescripţia instantanee în domeniul bunurilor mobile, în cazul fondului de comerţ şi universalităţilor mobiliare de natură incorporală[2], a drepturilor incorporale de autor[3] şi, în general a bunurilor mobile incorporale[4], dar, extrem de notabil, a acceptat incidenţa acestei reguli de drept în cazul titlurilor la purtător care se transmit prin simplă tradiţiune manuală[5]. Este adevărat, această decizie jurisprudenţială a fost pronunţată cu peste un secol anterior dematerializării tuturor valorilor mobiliare, inclusiv a celor la purtător. Această soluţie jurisprudenţială privind aplicarea prescripţiei instantanee în materia acţiunilor la purtător se pare că a fost reluată însă şi în epoca contemporană[6], cu menţiunea că de data aceasta viza acţiuni la purtător dematerializate (toate valorile mobiliare sunt dematerializate în Franţa).

---

[1] *D.D. Gerota*, Curs de societăţi comerciale, Ed. Fundaţia Culturală Regele Mihai I, Bucureşti, 1928, p. 144.

[2] Civ. 1^{ere}, 2 martie 1960, Bull.civ. I, no. 141 în Code civil 107e édition, Dalloz, redactat cu concursul *A. Tisserand-Martin, G. Wiederkehr, F. Jacob, X. Henry, G. Venandet, F. Baraton*, 2008, p. 2261.

[3] C.A. Paris, 17 februarie 1988, în Code civil 107^{e} edition, Dalloz, 2008, p. 2261.

[4] Chambre sociale de Cour de Casation, 3 iulie 1953 în Code civil 107e edition, Dalloz, 2008, p. 2261.

[5] Civ. 4 iulie 1876, în Code civil 107^{e} édition, Dalloz, 2008, p. 2261.

[6] 1^{ere} Chambre civile, 2 May 1990, menţionată în *S. Lanskoy*, The Legal Nature of Electronic Money, Banque de France Bulletin Digest – no. 73 – January 2000, p. 27, http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/bulletin/73etud1.pdf.

Fără a beneficia de inovaţiile legislative din dreptul francez, normele juridice din dreptul român actual nu permit atribuirea uni alt caracter acţiunilor la purtător decât acela de **bunuri mobile corporale.**

Oarecum timid, dihotomia dintre caracterul incorporal al acţiunilor nominative şi cel corporal al acţiunilor la purtător a fost reliefată şi anterior în literatura juridică română, arătându-se că „acţiunile la purtător sunt bunuri mobile propriu-zise pentru că ele încorporează drepturi aferente acţiunii, sunt susceptibile de posesie şi drepturile aferente acţiunii circulă odată cu titlul (înscrisul)", în timp ce acţiunile nominative „îşi păstrează caracteristica de drepturi de creanţă"[1].

3.3. Determinarea naturii juridice a acţiunilor dematerializate

În doctrina română posterioară anului 1989 s-a considerat că acţiunile nominative emise în forma dematerializată ar fi bunuri mobile incorporale[2]. Nu putem decât să achiesăm la această susţinere[3].

Cu toate acestea, forma dematerializată a valorilor mobiliare a născut vii dispute doctrinare din perspectiva corporalităţii sau incorporalităţii acestora. După dematerializarea valorilor mobiliare, petrecută pe teritoriul Franţei în temeiul legii din 30 decembrie 1981, în doctrina franceză (şi de inspiraţie franceză, adică cea belgiană, luxemburgheză), s-a născut o discuţie cu privire la caracterul corporal sau incorporal al valorilor mobiliare dematerializate.

S-a afirmat în literatura juridică franceză la sfârşitul anilor '90 un curent de opinie, iniţiat de profesorul Martin, în sprijinul tezei corporaliste a valorilor mobiliare dematerializate.

Profesorul D. Martin a arătat[4] că titlurile financiare **sunt materializate prin înscrierea în contul proprietarului lor** şi că modalitatea anterioară de materializare (a instrumentelor financiare, n.n.) a fost abandonată pentru a fi înlocuită de o modalitate nouă, impusă, în forma înscrierii în cont, care exprimă un progres tehnic în aplicarea unei idei simple: existenţa corporalităţii valorilor mobiliare este o necesitate ce derivă din specia lor şi indică destinul lor: să fie cesionate comod şi pe termen nelimitat. Apreciind că noţiunea de „detitularizare" („*detitrisation*") ar trebui utilizată în locul aceleia alese de legiuitorul francez de „dematerializare", opinia exprimată de profesorului Martin a fost, în esenţă, în sensul că „valorile mobiliare au o materialitate slabă, modernă, eficace şi mai puţin scumpă"[5].

În sprijinul teoriei sale, profesorul Martin a arătat şi că acceptarea caracterului juridic de bun mobil corporal al valorii mobiliare înscrise în cont, „corporalitatea convenită", chiar dacă este vorba de o „materialitate simplificată", este singura modalitate care permite evitarea verificării regularităţii naşterii dreptului şi a lanţului de cesiuni anterioare. Ca atare, raţiunea celerităţii încheierii actelor de comerţ cu valori mobiliare impune dispensarea de obligaţia întocmirii unui „arsenal probator" care ar fi excesiv şi împovărător[1].

---

[1] *Gh. Piperea*, op. cit., Societăţi comerciale..", p. 260.

[2] Ibidem, p. 261; *E. Cârcei*, Societăţi comerciale pe acţiuni, Ed. All Beck, 1999, p. 171.

[3] *C. Duţescu*, Drepturile acţionarilor, ed. a 3-a, Ed. C.H. Beck, Bucureşti, 2010, p. 25; aceeaşi opinie şi în ediţiile anterioare.

[4] *D.R. Martin*, De la nature corporelle des valeurs mobiliers, Recueil Dalloz, 1996, p. 47, n. 9.

[5] Ibidem.

Totodată, profesorul Martin a încercat să-şi argumenteze teza prin intermediul instituţiei juridice a gajului, fără îndoială aplicabilă în cazul valorilor mobiliare. Gajul valorilor mobiliare reprezintă „o pârghie importantă a creditării, atât în cazul persoanelor fizice, cât şi al întreprinderilor" şi „nu poate fi străin de ideea de drept de retenţie al creditorului gajist". În aceste condiţii, teza incorporalităţii reprezintă un impediment în calea existenţei dreptului de retenţie[2].

Teoria corporalistă a fost confirmată şi de o decizie jurisprudenţială pronunţată în materie penală într-o perioadă de căutări şi controverse doctrinare. Hotărârea evocată s-a întemeiat pe teza potrivit căreia obiectul depozitului nu poate consta decât în bunuri mobile corporale şi a stabilit că fiind vorba de un contract depozit, nerestituirea valorilor mobiliare reprezintă infracţiunea de abuz de încredere[3].

În rezumat, susţinătorii tezei corporaliste şi-au întemeiat poziţia pe următoarele argumente:

- argumente izvorând din regulile de drept care guvernează contractul de depozit;
- argumente de drept penal din materia abuzului de încredere;
- argumente întemeiate pe regulile de drept aplicabile gajului şi dreptului de retenţie;
- argumente întemeiate pe excluderea bunurilor mobile incorporale din categoria bunurilor care pot face obiectul dreptului de proprietate.

Teoria caracterului juridic de bun mobil corporal al valorii mobiliare dematerializate a fost respinsă de majoritatea autorilor din ultima perioadă[4].

Argumentele susţinătorilor tezei naturii de bun mobil corporal al acţiunilor nu rezistă în faţa realităţii exprimate de dreptul pozitiv în prezent.

În privinţa considerentelor de **drept penal** care ar atrage caracterul juridic de bun corporal, legiuitorul francez a prevăzut neechivoc în cadrul art. 314-1 C.pen. francez că infracţiunea de abuz de încredere poate viza orice „fonduri sau valori", fiind incluse desigur în această din urmă categorie şi valorile mobiliare, fără ca acestea să aibă în mod necesar un caracter de bun corporal. Codul penal român, în cadrul art. 213, incriminează însuşirea oricărui bun mobil sau refuzul restituirii acestuia, fără a distinge dacă este vorba de bunuri corporale sau incorporale, fiind aşadar pe deplin aplicabilă regula de drept *ubi lex non distinguit nec nos distinguere debemus*. În doctrina franceză s-a făcut vorbire fără echivoc de extinderea regimului juridic aplicabil abuzului de încredere şi la bunurile mobile incorporale[5].

---

[1] Ibidem, n. 10.

[2] Ibidem, n. 23.

[3] Cass. crim., 30 Mai 1996, cauza *Société de bourse Tuffier, Ravier, Py*, în Revue Banque no. 48, iulie-august 1996, p. 30, comentariu de F. Peletier, H. De Vauplane.

[4] *Ph. Merle*, Droit commercial. Sociétés commerciales, Dalloz, 11e edition, 2007 p. 300. Profesorul Merle consideră valorile mobiliare ca fiind „drepturi mobiliare incorporale"; *J. Granotier*, op. cit., p. 37-39; *L. Cotret*, op. cit., p. 55-76.

[5] *Y. Muller*, La protection pénale de la relation de confiance. Observations sur le délit d'abus de confiance, Revue de science criminelle, 2006, p. 809.

În privinţa argumentelor ce izvorăsc din normele de drept aplicabile **depozitului**, apreciem că este necesar să se asigure o interpretare modernă, nouă, acestor dispoziţii, conformă cu stadiul de dezvoltare economică şi tehnică a societăţii.

Doctrina clasică, pornind de la impunerea tradiţiunii drept condiţie de validitate a contractului de depozit [art. 2103 alin. (2) C.civ., art. 1593 vechiul C.civ.], a arătat că lucrurile mobile care pot face obiectul contractului de depozit trebuie să fie corporale[1].

Stabilindu-se de către legiuitor existenţa contractului de depozit de valori mobiliare, partizanii teoriei corporaliste clamează caracterul corporal al acestor titluri.

Considerăm că în analiza caracterului corporal al valorilor mobiliare ce ar izvorî din regimul juridic ce guvernează contractul de depozit trebuie aplicate reguli de interpretare literală şi sistematică a normelor juridice incidente. Astfel, textul legal, atât cel român, cât şi cel francez, face vorbire de depozitul bunurilor mobile, nedistingând între bunurile corporale şi cele incorporale. Nu se impune aşadar *a priori* o interpretare restrictivă, care să limiteze bunurile care pot face obiectul contractului de depozit numai la categoria celor corporale.

Motivul principal al susţinătorilor tezei încheierii contractului de depozit numai cu privire la bunuri mobile corporale îl reprezintă necesitatea **tradiţiunii** în vederea încheierii legale a acestui act juridic. În concepţia clasică[2], tradiţiunea este reprezentată de predarea/remiterea materială a bunului. Se ridică întrebarea legitimă: poate fi vorba de remitere materială, de tradiţiune aşadar, în cazul unor valori mobiliare dematerializate?

Răspunsul credem că trebuie să pornească de la ideea adaptării interpretării normelor de drept la realităţile economice, dar şi la dispoziţiile din legislaţia specială. În doctrina dreptului civil român[3] s-a făcut de altfel vorbire de posibilitatea unui „sens ideal" al termenului de „remitere".

Depozitul de valori mobiliare vizat de legislaţia specială a pieţei de capital este conturat la nivelul legislaţiei primare de norme juridice din cadrul Titlului III al Legii nr. 297/2004 privind piaţa de capital, referitoare la depozitarea titlurilor de participare emise de către organismele de plasament colectiv, precum şi de norme din cadrul Titlului IV al legii referitoare la depozitarea valorilor mobiliare tranzacţionate pe o piaţă reglementată sau într-un sistem alternativ de tranzacţionare. Dispoziţiile Titlului III al legii vizând titlurile de participare ale organismelor de plasament colectiv, instituie un regim juridic aparte pentru depozitarea acestora ce diferă fundamental de instituţia juridică a depozitului din dreptul comun, îndeosebi prin aceea că depozitarul este ţinut să verifice legalitatea operaţiunilor efectuate de societatea de administrare a investiţiilor în procesul de gestionare a fondurilor puse la dispoziţie de investitori. Practic în acest caz avem de-a face cu o omonimie aproape perfectă.

---

[1] *Fr. Deak*, op. cit., p. 376.

[2] *C. Bîrsan*, Drept civil. Drepturi reale principale, Ed. All Beck, Bucureşti, 2001, p. 309; *L. Pop*, Dreptul de proprietate şi dezmembrămintele sale, Ed. Lumina Lex, Bucureşti, 2000, p. 245 etc.

[3] *V. Stoica*, op. cit., p. 313.

Interes pentru analiza noastră prezintă însă normele din legislaţia specială care reglementează depozitarea oricăror valori mobiliare deţinute de investitorii pe piaţa de capital.

Potrivit dispoziţiilor art. 147 al Titlului IV din Legea nr. 297/2004, „toate clasele de valori mobiliare tranzacţionate pe o piaţă reglementată sau în cadrul unui sistem alternativ de tranzacţionare vor fi depozitate, în mod obligatoriu, la depozitarul central autorizat, în vederea efectuării în mod centralizat a operaţiunilor cu valori mobiliare şi asigurării unei evidenţe unitare a acestor operaţiuni." Depozitul de valori mobiliare izvorăşte aşadar dintr-o normă legală imperativă şi nu din convenţia părţilor. Este firesc deci să existe un regim juridic special, diferit de cel de drept comun, fără ca primul să aducă atingere principiilor celui de-al doilea.

Trebuie subliniat faptul că titularul valorilor mobiliare nu se află niciodată în stăpânirea efectivă a acestora, întrucât aceste titluri sunt sub regimul unui depozit fie la intermediarul-mandatar în vederea efectuării de operaţiuni pe piaţa reglementată, fie la depozitarul central. O stăpânire materială nu există, de altfel, nici în cazul acţiunilor nominative dematerializate nelistate.

În acelaşi timp, din analiza normelor din Codul civil (art. 1593 vechiul C.civ. român, respectiv art. 1915-1919 C.civ. francez) nu rezultă în mod necesar obligativitatea unei remiteri materiale a bunurilor depozitate de la proprietar către depozitar. De altfel, art. 1593 alin. (2) teza a II-a vechiul C.civ. român, respectiv art. 2103 alin. (2) teza a II-a NCC elimină condiţia tradiţiunii pentru constituirea valabilă a depozitului în ipoteza în care bunul se află deja în detenţia depozitarului. O prevedere similară se regăseşte şi în art. 1919 alin. (2) C.civ. francez.

Or, în materia valorilor mobiliare, acestea se află în mod necesar şi obligatoriu, întotdeauna şi fără excepţie, sub gestiunea unui depozitar, fie că acesta este intermediar autorizat, fie că este depozitar central, societate de registru independentă sau chiar societatea emitentă (în cazul acţiunilor dematerializate nelistate, în ipoteza în care registrul acţionarilor este ţinut de societatea emitentă). În lipsa înştiinţării acestui depozitar nu poate fi exercitat dreptul de dispoziţie asupra valorilor mobiliare, întrucât numai depozitarul este abilitat de normele legale incidente să efectueze operaţiunile de transmitere a dreptului de proprietate, chiar dacă nu deţine nicio prerogativă de a cenzura actele de transfer.

În aceste condiţii, remiterea materială nu va interveni în cazul depozitului valorilor mobiliare, fiind aplicabile dispoziţiile de drept comun incidente în ipoteza în care bunul se găseşte deja în detenţia depozitarului. În acest caz, nu poate fi vorba însă de o deţinere materială, datorită dematerializării valorilor mobiliare, ci de o înregistrare electronică în evidenţele informatice ale depozitarului.

Apreciem aşadar că, în condiţiile unui regim juridic special conturat de dispoziţiile legislaţiei pieţei de capital, contractul de depozitare a valorilor mobiliare respectă cadrul general creat de Codul civil. Nu mai puţin, în Noul Cod civil român, în cadrul art. 2192, este reglementat depozitul de titluri, fără ca legiuitorul să distingă între diferitele categorii de titluri, fapt ce ne îndreptăţeşte să apreciem că noua viziune legislativă în privinţa contractului de depozit nu exclude bunurile mobile incorporale din rândul bunurilor ce pot face obiectul unui astfel de contract.

Argumentele izvorând din aplicarea regimului juridic al **garanţiilor mobiliare** nu rezistă în faţa noii viziuni legislative, adaptate transformărilor sociale, economice şi tehnice. Potrivit art. 2350 alin. (1) NCC „ipoteca poate avea ca obiect bunuri mobile sau imobile, corporale sau necorporale." *Vechea reglementare în materia garanţiilor reale, respectiv* art. 6 alin. (5) şi art. 84 din Titlul VI al Legii nr. 99/1999 privind unele măsuri pentru accelerarea reformei economice[1] stipula posibilitatea existenţei unei garanţii reale mobiliare asupra unui drept de creanţă, bun mobil incorporal. *Mutatis mutandis*, chiar dacă acţiunile nu sunt simple drepturi de creanţă, puteau face obiectul unor contracte de garanţie reală mobiliară, fără ca aceasta să le atragă caracterul juridic de bunuri mobile corporale.

În reglementarea actuală, NCC stabileşte fără echivoc nu doar posibilitatea ipotecării unor titluri de valoare, dar şi consecinţele juridice ale încheierii unui astfel de act juridic. Astfel, art. 2464 alin. (2) NCC prevede dreptul creditorului ipotecar, în cazul unei ipoteci asupra unor titluri de valoare, de a executa ipoteca împotriva giranţilor şi avaliştilor.

În dreptul francez, constituirea gajului asupra instrumentelor financiare se realizează, potrivit art. 211-20 din Codul monetar şi financiar printr-o declaraţie semnată de titularul contului, adică de proprietarul instrumentelor. Valorile mobiliare gajate vor fi transferate într-un cont special al depozitarului, iar creditorul gajist va putea obţine oricând o dovadă a gajului asupra contului de instrumente financiare. Nu rezultă sub nicio formă din analiza acestor norme legale caracterul corporal al instrumentelor financiare, ori a înscrierii în cont. Teza corporalizării prin înscrierea în cont apare în aceste condiţii un artificiu juridic inutil, atâta vreme cât garanţia asupra instrumentelor financiare nu este incompatibilă cu caracterul incorporal al acestora.

În privinţa **dreptului de retenţie**, drept real, nu rezultă din nicio dispoziţie legală caracterul exclusiv corporal al bunurilor ce pot face obiectul său. Dacă este acceptată teoria potrivit căreia bunurile incorporale pot face obiectul dreptului de proprietate, atunci este necesar să fie aplicat acelaşi regim şi altor drepturi reale, între care se înscrie şi dreptul de retenţie.

Pe de altă parte, aşa cum s-a arătat în doctrina dreptului civil român[2], „dreptul de retenţie poate constitui o expresie a excepţiei de neexecutare a contractului." În asemenea circumstanţe, caracterul corporal nu mai poate fi considerat drept o condiţie de existenţă a acestui drept real, mai ales că el poate fi exercitat fără impedimente în cazul instrumentelor financiare înscrise în cont.

O decizie din jurisprudenţa franceză a stabilit că „fişierul unei bande magnetice" poate face obiectul dreptului de retenţie[3], subliniindu-se în doctrina franceză[4] că retenţia poartă asupra fişierului şi nu asupra bandei magnetice, ceea ce reprezintă o recunoaştere a exercitării acestui drept real asupra unui bun incorporal. În literatura franceză, anterior dematerializării se făcuse deja vorbire, de altfel, de „dematerializarea dreptului de retenţie”[1].

---

[1] M.Of. nr. 236 din 27 mai 1999.

[2] *C. Stătescu, C. Bîrsan*, Drept civil. Teoria generală a obligaţiilor, Ed. Hamangiu, 2008, p. 428.

[3] Cass. com., 8 février 1994, D. 1995, citată în *L. Cotret*, op. cit., p. 63.

[4] *L. Cotret*, op. cit., p. 63.

În sfârşit, doctrina franceză recentă[2] a subliniat caracterul incorporal al valorilor mobiliare dematerializate, îndeosebi în contextul dematerializării acestora: „Dematerializarea, care a impus înscrierea în cont a făcut să dispară întregul suport corporal. Valorile mobiliare nu sunt mai „materiale” prin înscrierea pe o foaie de hârtie pentru titlurile nominative sau prin înscrierea informatică într-un calculator, în cazul titlurilor la purtător. Dacă valorile mobiliare conservă o idee nu înseamnă că ele conservă şi o materialitate. Materialitatea nu este de esenţa valorilor mobiliare, nici în lumea inteligibilă a filosofiei, nici în lumea sensibilă a juriştilor.”

Capitolul III. Caracterele juridice ale acţiunii

Raporturile create între acţionar şi societatea emitentă sunt complexe, iar drepturile ce se nasc din calitatea de acţionar pot avea atât caracterul unor drepturi de creanţă, cât şi acela al unor drepturi personale nepatrimoniale. Aceste raporturi juridice imprimă anumite caractere acţiunilor, care le creează o specificitate aparte atât în categoria titlurilor de credit, cât şi în cea a bunurilor mobile (incorporale sau, în cazul acţiunilor la purtător, corporale).

Secţiunea 1. Acţiunile sunt titluri de valoare

În doctrina interbelică acţiunile au fost considerate a fi titluri de credit speciale, de natură corporativă, subliniindu-se faptul că dreptul acţionarului este un drept corporativ, în sensul că el rezultă din faptul că acţionarul face parte dintr-o societate şi este supus voinţei acesteia”[3]. Profesorul Vivante[4] sugera la rândul său un caracter aparte al acestor titluri, pe considerentul că „atribuiesc posesorului drepturi numeroase de natură diferită”, enumerând dreptul la dividende, dreptul de a participa la adunări etc.

O parte a doctrinei mai recente a propus utilizarea sintagmei de titluri de valoare pentru a descrie genul proxim al titlurilor care încorporează sau dau dreptul la anumite valori patrimoniale, cu justificarea că nu toate aceste titluri implică o creditare[5].

Profesorul I.L. Georgescu a subliniat, de altfel, elementele de distincţie între titlurile de credit propriu-zise şi acţiuni, în contextul în care, în epoca respectivă, nu existau decât acţiuni emise în formă materială. Astfel, a arătat că acţiunea prezintă un singur caracter al titlurilor de credit, respectiv încorporarea dreptului în titlu[1], lipsindu-i celelalte două, respectiv autonomia şi literalitatea[2].

---

[1] *F. Derrida*, La dématérialisation du droit de rétention, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1967, p. 177.

[2] *J. Granotier*, op. cit., p. 39.

[3] *I.L. Georgescu*, op. cit., 2002, p. 487.

[4] *C. Vivante*, Principii de drept comercial, 1928, Ed. Cartea Românească, Bucureşti, 1928, p. 136.

[5] *St.D. Cărpenaru*, Drept comercial român, Ed. All, 1996, Bucureşti, p. 447; *O. Căpăţână, B. Ştefănescu*, Tratat de drept al comerţului internaţional, vol. II, Ed. Academiei, 1987, p. 75.

Argumentând că, în cazul acţiunii, conţinutul dreptului posesorului nu este determinat de titlu, pentru a se stabili întinderea acestuia este necesară consultarea legii şi a actului constitutiv, că acest conţinut al dreptului variază, în funcţie de modificările actului constitutiv şi că subdobânditorul nu dobândeşte un drept nou, ci un drept derivat, profesorul I.L. Georgescu concluziona că acţiunea nu este un titlu de credit perfect, ci un „titlu special, corporativ, societar sau de participaţie"[3].

În literatura juridică română recentă s-a afirmat că acţiunea este un titlu de valoare abstract cauzal[4], dar că acţiunile dematerializate „nefiind constatate printr-un înscris cu valoare comercială care să constituie titlul lor, nu prezintă caracteristicile esenţiale ale titlului de valoare", şi anume, încorporarea unor drepturi, literalitate şi autonomie[5]. În sens contrar, respectiv susţinând autonomia acţiunii de raportul juridic originar s-a pronunţat instanţa supremă, motivând că dobânditorul acţiunilor nu-şi pierde calitatea de acţionar decât în condiţiile legii[6].

Este greu de susţinut în totalitate opinia că acţiunile nominative sunt simple drepturi de creanţă, întrucât acţiunile, indiferent de felul lor, conferă titularului lor o serie de drepturi originale, ce îşi au temeiul îndeosebi în dispoziţiile legale şi nu în înscrisul – *instrumentum* – care le probează existenţa.

Exercitarea unor drepturi ale deţinătorului acţiunii nu necesită concursul debitorului, în speţă al societăţii, astfel cum se întâmplă în cazul drepturilor de creanţă clasice. Cel mai elocvent exemplu este însuşi dreptul de proprietate asupra acţiunilor ale cărui atribute pot fi exercitate, de regulă, fără ca societatea să dea, să facă sau să nu facă ceva (desigur, poate să existe refuzul de a opera transferul proprietăţii asupra acţiunilor în registrul acţionarilor, însă în cazul valorilor mobiliare este exclusă posibilitatea oricărei opoziţii din partea emitentului). Dacă am fi de acord că acţiunea reprezintă o simplă creanţă asupra emitentului, atunci ar fi necesară aplicarea regulilor cesiunii de creanţă în momentul transferului dreptului de proprietate asupra acţiunilor.

Pe de altă parte, în raporturile dintre acţionar şi emitent nu se poate vorbi de exercitarea unor drepturi reale, însă existenţa unor drepturi personale nepatrimoniale (dreptul de a participa la adunarea generală, dreptul de vot) este dincolo de orice discuţie.

Apreciem că raporturile create între acţionar şi societatea emitentă sunt complexe, iar drepturile ce se nasc din calitatea de acţionar pot avea atât caracterul unor drepturi de creanţă, cât şi acela al unor drepturi personale nepatrimoniale.

---

[1] *I.L. Georgescu*, op. cit., p. 487.

[2] Ibidem.

[3] Ibidem.

[4] *M.N. Costin*, Titlul societar ca varietate a titlului de valoare, cu specială privire la acţiuni, în R.D.C. nr. 3/1998, p. 49.

[5] *Gh. Piperea*, Drept comercial, vol. II, Ed. C.H. Beck, Bucureşti, 2009, p. 132.

[6] C.S.J., secţ. com., dec. nr. 1449/1997, citată în *St.D. Cărpenaru, S. David, C. Predoiu, Gh. Piperea*, Legea societăţilor comerciale. Comentariu pe articole, ed. a 4-a, Ed. C.H. Beck, 2009, Bucureşti, p. 346.

Acțiunea rămâne o valoare economică abstractă, încadrându-se în definiția clasică a bunurilor incorporale, prețul ei de piață neavând nicio legătură cu eventualele mențiuni privind valoarea nominală efectuate pe suportul material. Se manifestă așadar o separare completă a valorii sale reale de cea nominală sau de cea de transfer care intervine la un moment dat.

Secțiunea a 2-a. Acțiunile reprezintă un fragment din capitalul social al societății comerciale emitente

Suma valorii nominale a tuturor acțiunilor este egală cu capitalul social al companiei, tot așa cum suma valorii de piață a tuturor acțiunilor emise de către o societate reprezintă valoarea de piață a societății respective.

Potrivit legii române, capitalul social poate fi format din două tipuri de acțiuni: acțiuni comune și acțiuni preferențiale fără drept de vot, dar cu dividend prioritar. Conform art. 95 alin. (2) din Legea nr. 31/1990, acțiunile cu dividend prioritar, fără drept de vot, nu pot depăși o pătrime din capitalul social și au aceeași valoare nominală ca și acțiunile ordinare. Capitalul social rămâne constant pe durata de existență a societății cu excepția situației în care acționarii decid majorarea sau diminuarea sa[1] în condițiile de majoritate și cvorum prevăzute pentru adunările generale extraordinare. Conform legii române, majorarea capitalului social presupune adoptarea unei hotărâri a adunării extraordinare cu o majoritate calificată de două treimi, potrivit art. 115.

Acțiunile pot reprezenta, pe durata de existență a societății, părți mai mari sau mai mici din capitalul social, în funcție de nivelul acestuia. O majorare a capitalului social prin emisiunea de noi acțiuni implică o diminuare a ponderii reprezentate de o acțiune la capitalul social, în timp ce o majorare a capitalului social prin majorarea valorii nominale presupune o menținere a acestei ponderi. Majorarea capitalului social prin majorarea valorii nominale a acțiunilor este aproape imposibil de realizat în practică în cazul societăților cu mulți acționari întrucât, conform art. 210 alin. (4) poate fi hotărâtă numai cu votul tuturor acționarilor, în afară de cazul când este realizată prin încorporarea rezervelor, beneficiilor sau primelor de emisiune.

Valoarea nominală a acțiunilor, fragmente dintr-un capital social care are o anumită valoare, nu are nicio relevanță din punct de vedere economic al valorii de piață al acestora și al drepturilor care revin acționarului. Importanță prezintă mărimea fragmentului din capitalul social reprezentat de deținerile fiecărui acționar, întrucât valoarea de piață se raportează inevitabil la valoarea activelor companiei, la valoarea fluxurilor de numerar etc. și nu la valoarea capitalului social. Tot astfel, anumite drepturi pot fi exercitate de acționari dacă dețin acțiuni care reprezintă o anumită proporție minimă din capitalul social. Conform Legii nr. 31/1990 și a legislației pieței de capital, pragul de relevanță este de 5% din capitalul social pentru a putea fi exercitate dreptul de a cere convocarea adunării generale (art. 119 din Legea nr. 31/1990), de a adăuga puncte noi pe ordinea zi (art. 117^1 din Legea nr. 31/1990), de a cere efectuarea unui raport de audit suplimentar (art. 259 din Legea nr. 297/2004) etc.

---

[1] *C. Vivante*, Traité de droit commercial, tome II, V. Giard et E. Briere, Libraires-Editeurs, Paris, 1911, p. 267.

Secţiunea a 3-a. Acţiunile unui emitent au o valoare egală

Potrivit dispoziţiilor art. 94 alin. (1) din Legea nr. 31/1990, acţiunile trebuie să fie de o egală valoare, ele acordă posesorilor drepturi egale.

Acest principiu necesită anumite precizări:

- acţiunile unui emitent au aceeaşi valoare nominală;
- acţiunile unui emitent din aceeaşi clasă au aceeaşi valoare de piaţă fiecare;
- acţiunile unui emitent pot avea valori de emisiune diferite, după cum sunt emise la valoare nominală sau cu primă de emisiune.

Valoarea nominală minimă a unei acţiuni este, conform art. 93 alin. (1) din Legea nr. 31/1990, de 0,1 lei.

Acţiunile se caracterizează şi prin faptul că pot să aibă, în acelaşi timp, mai multe valori. Astfel, în primul rând, acţiunile au o **valoare nominală** care este corespunzătoare aportului acţionarilor la capitalul social. Această valoare nominală devine însă în mod rapid fără semnificaţie economică.

Acţiunile au o **valoare de emisiune**, care este identică cu valoarea nominală în momentul constituirii societăţii şi diferă, în principiu, de aceasta în cazul emisiunii de acţiuni în timpul funcţionării societăţii prin operaţiunea majorării capitalului social. Atunci când o societate îşi majorează capitalului social, se poate proceda la emisiunea de acţiuni cu o valoare superioară valorii nominale, diferenţa de preţ pe acţiune între valoarea de emisiune şi valoarea nominală purtând denumirea de *primă de emisiune*.

Valoarea reală a unei acţiuni este dată de **preţul de piaţă** al acesteia, fie că acţiunea este cotată pe o piaţă reglementată, fie că emitentul este o societate închisă. Acţiunile emise de către o societate nelistată nu au propriu-zis un preţ de piaţă, iar în situaţia în care trebuie plătită *valoarea legală şi corectă* a acestora (conceptul de „*fair price*" ce se regăseşte în toate directivele Parlamentului European incidente drepturilor acţionarilor), se realizează un raport de evaluare în conformitate cu Standardele Internaţionale de Evaluare.

În doctrină[1], au fost identificate şi alte valori ale unei acţiuni:

– **valoarea intrinsecă**, definită ca raportul dintre valoarea activului net contabil al unei societăţi şi numărul total de acţiuni emise de aceasta;

– **valoarea de lichidare**, reprezentând diferenţa dintre valoarea intrinsecă a acţiunii şi datoriile societăţii (taxe, impozite, onorariile lichidatorilor etc.) raportate la numărul total de acţiuni (valoarea de lichidare reprezintă valoarea acţiunii calculată prin metoda activului net contabil după ce au fost stinse toate datoriile societăţii);

– **valoarea bursieră**, în fapt valoarea de piaţă a acţiunii emise de o societate listată.

În ceea ce priveşte acţiunile noi care se emit pe parcursul funcţionării societăţii ca urmare a adoptării unei hotărâri a adunării extraordinare a acţionarilor de majorare a capitalului social, acestea pot fi transferate acţionarilor care subscriu majorarea la valoarea nominală sau la o valoare superioară acesteia, diferenţa purtând numele de primă de emisiune.

---

[1] *Ph. Merle*, Droit commercial, 2eme édition, Ed. Dalloz, 1990, Paris, p. 228.

Prima de emisiune este justificată pe de o parte prin necesitatea de acoperire a cheltuielilor ocazionate de emisiune, iar pe de altă parte este necesară pentru ca majorarea de capital să nu influenţeze în mod decisiv preţul acţiunilor pe piaţă, în condiţiile în care preţul acţiunii din noua emisiune este sub preţul de piaţă.

Valoarea de emisiune a unei acţiuni noi trebuie să fie apropiată de valoarea de piaţă a unei acţiuni vechi pentru a limita *efectul de diluare* a rentabilităţii acţiunilor, prin împărţirea profitului la un număr mai mare de acţiuni.

Acţionarii existenţi ai societăţii emitente vor trebui să suporte şi ei valoarea primei de emisiune, în sensul că vor trebui să plătească pentru fiecare acţiune o sumă în plus faţă de valoarea nominală a acţiunii.

S-a arătat[1] că este obligatorie calcularea unei prime de emisiune, această obligaţie având un caracter general. Deşi există suficiente raţiuni economice pentru a justifica existenţa unei prime de emisiune la majorarea capitalului social, în stadiul actual al legislaţiei nu putem vorbi de existenţa unei norme imperative care să impună acest lucru[2]. În primul rând, este vorba de dispoziţiile art. 220 alin. (3) din Legea nr. 31/1990, care prevăd doar posibilitatea existenţei unei prime de emisiune şi nu şi obligativitatea acesteia (este vorba de plata primelor de emisiune care trebuie făcută integral la data subscrierii noilor acţiuni).

Apoi, prevederile art. 240 alin. (4) şi (5) din Legea nr. 297/2004 privind piaţa de capital, reluate şi dezvoltate de dispoziţiile art. 131 din Regulamentul nr. 1/2006 al C.N.V.M., conduc în mod indirect la concluzia că prima de emisiune nu este obligatorie în cazul majorării de capital. Conform acestor norme referitoare la stabilirea numărului acţiunilor emise în unele cazuri specifice ale majorării de capital, preţul acţiunilor nou emise poate fi, teoretic, valoarea nominală a acţiunii, dacă aceasta este mai mare decât preţul mediu de tranzacţionare pe ultimele 12 luni şi decât valoarea pe acţiune calculată în baza activului net contabil.

Secţiunea a 4-a. Negociabilitatea acţiunilor

4.1. Aspecte cu caracter general privind negociabilitatea acţiunilor

Negociabilitatea a fost definită în doctrina franceză drept „o calitate ataşată anumitor titluri reprezentând un drept sau o creanţă, care permite transmiterea mai rapidă şi mai eficace decât procedura Codului civil"[3].

Trebuie subliniat faptul că negociabilitatea este o caracteristică a dreptului şi nu a titlului care constată dreptul respectiv.

Negociabilitatea a fost definită în dicţionarele financiare[4] drept un instrument financiar care poate fi cumpărat sau vândut, arătându-se că, în general, un instrument financiar este tranzacţionat pe piaţa secundară, însă vânzarea sa iniţială are loc pe piaţa primară. Instrumentele financiare negociabile sunt cunoscute şi sub denumirea de instrumente financiare uşor comerciabile („*marketable securities*").

---

[1] *Gh. Piperea*, op. cit., Societăţi..., p. 290.

[2] În acelaşi sens, a se vedea C.A. Braşov, secţ. com., dec. nr. 481/2000.

[3] *G. Cornu*, Vocabulaire juridique, 8e édition, PUF, 2007, Négociabilité.

[4] http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Negotiable+Security.

Profesorul Thaller remarca la începutul secolului XX că acţiunile se caracterizează în principal prin aceea că pot fi înstrăinate fără consimţământul celorlalţi asociaţi, putând circula prin transfer „din mână în mână"[1] (în perioada anterioară celui de-al doilea război mondial acţiunile la purtător au avut o răspândire extrem de largă.).

Acest caracter juridic al negociabilităţii a fost explicat prin aceea că „valorile mobiliare sunt grevate de vocaţia de a circula înainte de scadenţa lor. Aceasta se exprimă de multe ori prin calificarea lor ca fiind negociabile. Aceste drepturi sunt juridic profilate pentru a fi supuse într-o manieră comodă şi cu un grad ridicat de siguranţă unor negocieri facile şi permanente"[2].

Potrivit profesorului D. Martin, pentru a-şi păstra caracterul negociabil, valorile mobiliare trebuie să aibă statutul de bunuri corporale, „scripturalizarea" fiind o condiţie inerentă a negociabilităţii", iar încorporarea dreptului în titlu nu este un capriciu, ci o condiţie formală a negociabilităţii[3].

În acelaşi timp, s-a arătat că „instrumentele care sunt negociabile permit apărarea împotriva riscurilor pieţelor financiare"[4].

Într-o exprimare sintetică s-a considerat că negociabilitatea, în forma sa clasică se întemeia pe două elemente centrale: hârtia (*instrumentum*), pe de o parte şi circulaţia ei, pe de altă parte[5].

Nu mai puţin, după dematerializarea valorilor mobiliare din Franţa, partizanii încorporării dreptului în titlu au considerat această fuziune dintre *negotium* şi *instrumentum* drept un element indispensabil al negociabilităţii[6]. Pe de altă parte însă, s-a precizat că dematerializarea a arătat că negociabilitatea nu este în mod indisolubil legată de încorporarea dreptului în titlu, a creanţei în *instrumentum*[7].

Negociabilitatea, posibilitatea de a fi uşor transmisibile, caracterizează instrumentele financiare şi, în primul rând acţiunile, într-o măsură mult mai mare după informatizarea modalităţii de transfer a dreptului de proprietate, întrucât „această înscriere în cont prezintă avantajul fantastic al puterii de a circula cu viteza electronicii şi este pus în aplicare de un sistem informatic, complex, însărcinat cu transferul înscrierilor (n.n. în cont) şi cu plata titlurilor”[1].

---

[1] *E. Thaller*, Traité élémentaire de droit commercial, Ed. Rousseau, 7ème éd., par J. Percerou, 1925, n° 609.

[2] *D. Martin*, De la nature corporelle des valeurs mobilièrs, Recueil Dalloz, 1996, p. 47, n. 10.

[3] *D.-R Martin*, Valeurs mobilières: défense d'une théorie, Recueil Dalloz, 2001, Ch., p. 1228.

[4] *L. Cotret*, La négociabilité des instruments financiers, thèse pour le Doctorat en Droit, Universtité de Reims, Champagne-Ardenne, p. 5.

[5] *E. Chvika*, Du déclin de la négociabilité des instruments de paiement et de crédit, Ed. Dalloz, 2000, p. 615.

[6] *A. Reygrobellet*, La notion de valeur mobilière, Thèse Universite Paris II, 1995, n° 1173, p. 1188.

[7] *F. Leplat*, La transmission conventionnelle des creances, Université Paris X Nanterre, thèse, 2001, p. 140, http://www.avocatconseil.com/th001.pdf.

Problemele ridicate de riscul evicţiunii şi de concurenţa între subdobânditori au făcut ca negociabilitatea să fie „redescoperită” după dematerializare[2].

Caracterul juridic ce constă în negociabilitatea valorilor mobiliare impune identificarea mijloacelor optime în care să se realizeze cât mai facil transferul acestor valori[3].

Având în vedere avantajele oferite de prescripţia instantanee în materia bunurilor mobile corporale, profesorul Martin, iniţiatorul teoriei corporaliste a instrumentelor financiare dematerializate înscrise în cont, a susţinut că această teorie este singura variantă acceptabilă care susţine într-un mod optim caracterul negociabil. Altfel, beneficiile oferite de art. 2279 C.civ. francez (art. 1909 vechiul C.civ. român), care constau în principal în prezumţia de titlu, ceea ce determină evitarea probării de către posesor a lanţului anterior de proprietari şi îl scuteşte de dovezi în combaterea eventualelor vicii ale titlului, răspund cel mai bine acestei caracteristici a instrumentelor financiare înscrise în cont[4].

În doctrina franceză[5] s-a considerat totodată că negociabilitatea în sens formal se aplică titlului ce constată dreptul. „În această accepţiune, titlul ia o formă denumită „negociabilă” (la ordin, nominativă sau la purtător) care permite transmiterea sa prin negociere (prin aprobare-declaraţie, transfer sau tradiţiune) presupusă a fi mai simplă decât cea prevăzută de art. 1690 Cod civil” (referitor la cesiunea de creanţă - n.n.)[6].

Acest mod de negociere operează prin remiterea titlului la transmiterea dreptului, pentru că titlul este modul de posesie al dreptului pe care îl constată şi permite în egală măsură opozabilitatea faţă de terţi a transmisiei.

Negocierea titlului este aşadar mai simplă şi mai rapidă, prin faptul că permite realizarea unei singure acţiuni faţă de toate formalităţile prevăzute de art. 1574 şi art. 1578 NCC (referitoare la cesiunea de creanţă).

Pe de altă parte, această negociabilitate a titlului nu oferă nicio siguranţă suplimentară deţinătorului care rămâne supus regulii „*Nemo plus iuris...*”, la fel ca şi în cazul girării unui bilet la ordin. În aceste situaţii, andosantul, fie că titlul e nominativ sau la purtător nu beneficiază de niciun mecanism de inopozabilitate a viciilor care grevează dreptul de proprietate achiziţionat[7].

Certitudinea plenitudinii proprietăţii asupra bunului achiziţionat este conferită achizitorului de negociabilitatea dreptului, descris în mod deficitar prin „titlu financiar”[8].

---

[1] *M. Germain*, Sociologie de la dématérialisation, în L’argent et le droit, Archives de philosophie du droit, Tome 42, Ed. Sirey, 1998, p. 105.

[2] *D. Martin*, La théorie de la scripturalisation, Recueil Dalloz 2005 p. 1702.

[3] Ibidem.

[4] Ibidem.

[5] *M. Dubertret, D. Mangenet*, Réforme du droit des titres: commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009, Recueil Dalloz, 2009 p. 448.

[6] Ibidem.

[7] Ibidem.

[8] Ibidem.

Negociabilitatea dreptului se distinge aşadar de cea a titlului, pentru că anumite drepturi cesionabile cum sunt părţile unei societăţi civile sau poliţele de asigurare la ordin pot fi constatate prin titluri în formă negociabilă, nominative sau la ordin. Din aceste considerente trebuie distinsă negociabilitatea formală a titlului de negociabilitatea fundamentală a dreptului.

Negociabilitatea nu este direct legată de forma titlurilor[1].

Piaţa, în special piaţa reglementată, potenţează negociabilitatea, întrucât permite găsirea în mod facil a unei contrapărţi şi facilitează executarea viramentului din cont în cont cu ajutorul mecanismului de livrare a titlurilor[2].

Cu toate că negociabilitatea este întemeiată pe uşurinţa şi simplitatea transferului titlurilor sau drepturilor şi nu este legată direct de forma juridică sau materială a titlului, s-a arătat că acest caracter „nu exclude *ipso facto* orice formalitate"[3].

S-a susţinut că „înainte de a depinde de modalitatea de transfer, negociabilitatea este o formă mentală născută din voinţa părţilor"[4], mai exact „din voinţa emitentului în care îşi găseşte originea"[5]. Autorul citat consideră că fiind „stipulată în actul originar (contract de societate pentru drepturile sociale sau actul generator pentru drepturile de creanţă) această voinţă este fie individuală, fie legală"[6]. Voinţa individuală care generează caracterul negociabilităţii intervine în cazul instrumentelor de plată şi de credit, iar voinţa legală a emitentului intervine în materia valorilor mobiliare întrucât, în această situaţie, legiuitorul impune emitentului modalitatea de transmitere a drepturilor[7].

De asemenea, s-a considerat că inopozabilitatea excepţiilor titlului reprezintă un corolar necesar al negociabilităţii[8]. Debitorul principal al unei creanţe civile poate invoca faţă de cesionar toate excepţiile pe care le poate invoca şi faţă de cedent, în temeiul principiului *nemo plus juris ad alium transfere potest quam ipse habet.* Această regulă impune ca toate excepţiile care afectează dreptul transmis să fie opozabile şi cesionarului.

Pentru ca titlurile să circule liber şi cu rapiditate, conform caracterului negociabilităţii aplicarea acestei reguli devine un obstacol important, întrucât presupune ca cesionarul să fie întotdeauna preocupat de relaţiile dintre debitorul cedat şi deţinătorii anteriori ai titlului pentru a identifica eventuale vicii ale transmisiunilor anterioare, excepţii opozabile[9].

Pentru a nu se pierde caracterul negociabil şi pentru a se asigura siguranţa achiziţiei pentru cesionar, s-a considerat că debitorul renunţă implicit la beneficiul opozabilităţii[10].

---

[1] *L. Cotret*, op. cit., p. 91.

[2] *Ph. Goutay*, La notion de valeur mobilière, Dalloz, 1999, Ch., p. 229.

[3] *H. Causse*, Les titres négociables, Essai sur le contrat négociable, Thèse Montpellier, Litec, 1991, n° 220, p. 261.

[4] *H. Causse*, op. cit., n° 615, p. 300.

[5] *L. Cotret*, op. cit., p. 93.

[6] Ibidem, p. 93, n. 117.

[7] Ibidem.

[8] *L. Cotret*, op. cit., p. 115.

[9] Ibidem, p. 103.

[10] Ibidem.

În doctrina franceză, argumentându-se legătura dintre negociabilitate şi inopozabilitatea excepţiilor s-a susţinut şi că inopozabilitatea excepţiilor este ataşată de negociabilitate, întrucât este un efect al acesteia[1], precum şi că negociabilitatea nu este nimic altceva decât inopozabilitatea excepţiilor[2].

În acelaşi timp, s-a considerat că inopozabilitatea excepţiilor, efect esenţial al negociabilităţii, nu se poate deduce din caracterul negociabil al instrumentelor financiare, ci este necesară intervenţia legiuitorului[3]. În acest sens, prevederile art. 211-16 Codul Monetar şi Financiar francez, care stipulează că nu pot fi revendicate titlurile financiare achiziţionate cu bună-credinţă de persoana pe al cărui nume sunt înscrise în cont respectivele valori, reprezintă o potenţare a negociabilităţii instrumentelor financiare. Într-o altă opinie[4], mai „liberală”, s-a susţinut că valorile mobiliare includ acordul emitentului în sensul că drepturile aferente sunt cesionabile terţilor prin remiterea unui document, transferul operat în registru sau înscrierea în cont, precum şi renunţarea emitentului de a opune titularului subsecvent al drepturilor cedate excepţiile care ar fi putut avea efect împotriva deţinătorului originar.

4.2. Libera negociabilitate a acţiunilor admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată

Potrivit dispoziţiilor art. 215 din Legea nr. 297/2004, acţiunile care fac obiectul admiterii la tranzacţionare trebuie să fie liber negociabile şi integral plătite.

Dispoziţiile art. 215 transpun în legislaţia internă textul art. 40 alin. (1) teza a II-a din MiFID. Regulamentul Comisiei Europene nr. 1287/2006, emis în aplicarea MiFID, asigură, în cadrul art. 35, o descriere exhaustivă a **noţiunii de „liberă negociabilitate”**, din perspectiva legiuitorului european. Este de precizat că dispoziţiile art. 35 din Regulamentul nr. 1287/2006 nu au fost încă transpuse în legislaţia română a pieţei de capital, însă reglementarea comunitară este în vigoare începând cu data de 1.11.2007.

Se consideră că valorile mobiliare transferabile sunt liber negociabile în cazul în care pot fi **tranzacţionate între părţile la o tranzacţie** şi pot fi **transferate** ulterior **fără restricţii** şi cu condiţia ca toate valorile mobiliare din aceeaşi categorie ca şi valoarea mobiliară în cauză să fie **fungibile**. Din textul acestei norme juridice comunitare rezultă două condiţii esenţiale pe care trebuie să le îndeplinească acţiunile unui emitent pentru a fi admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată:

- să poată fi tranzacţionate fără restricţii;
- să fie fungibile, putând fi înlocuite, în executarea unei obligaţii cu alte acţiuni de acelaşi tip şi din aceeaşi clasă ale aceluiaşi emitent.

Valorile mobiliare care fac obiectul unei **restricţii** privind transferul nu sunt considerate liber negociabile, cu excepţia cazului în care restricţia respectivă nu poate perturba funcţionarea pieţei, conform art. 35 alin. (2) din Regulamentul nr. 1287/2006.

---

[1] *A. Raynouard*, La dématérialisation des titres, étude sur la forme scripturale, Thèse Paris II, 1998, n° 496, p 340.

[2] *A. Reygrobellet*, op. cit., n° 851.

[3] *J. Granotier*, op. cit., p. 100.

[4] *Y. Prussen*, Le régime de titres et instruments fongible, în Droit bancaire et financier au Luxembourg, Recueil de doctrine, Larcier, 2004, vol. 3, p. 1292.

Pentru a putea fi tranzacţionate fără restricţii, valorile mobiliare trebuie, în primul rând, să se găsească în **circuitul juridic civil**.

În principiu, pentru a afecta caracterul liber negociabil al unor titluri, o restricţie trebuie să privească fie **totalitatea acestora**, fie **o parte semnificativă** a acestora.

4.3. Restricţii ale liberei negociabilităţi

Restricţiile liberei negociabilităţi pot fi de natură legală, convenţională sau judiciară. În legislaţia română există o serie de restricţii de **natură legală** cu privire la libera negociabilitate a acţiunilor:

- art. 286^1 din Legea nr. 297/2004 opreşte persoana care deţine 5% din capitalul social sau drepturile de vot ale unei Societăţi de Investiţii Financiare (S.I.F.) să achiziţioneze alte acţiuni ale emitentului respectiv;
- art. 129 din Legea nr. 297/2004 care limitează la 5% drepturile unui acţionar al operatorului de piaţă şi instituie obligativitatea obţinerii acordului C.N.V.M. pentru dobândirea unei participaţii de 5% din totalul drepturilor de vot;
- art. 43 din Legea nr. 85/2006 care stipulează că din momentul primirii comunicării de către Comisia Naţională a Valorilor Mobiliare a deschiderii procedurii şi până la data confirmării planului de reorganizare, acţiunile societăţilor emitente se suspendă de la tranzacţionare

Din rândul restricţiilor de ordin convenţional care pot afecta libera negociabilitate a acţiunilor, relevanţă deosebită prezintă **dreptul de preempţiune, clauza de agrement**[1]**, existenţa unor clauze de inalienabilitate temporară şi gajarea acţiunilor**. Primele trei restricţii sunt incompatibile cu caracterul de valoare mobiliară negociată pe piaţa de capital al acţiunii, ca atare nu vor putea fi aplicate în cazul societăţilor admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată şi, în principiu, nici în cadrul unui sistem alternativ de tranzacţionare.

Clauzele de inalienabilitate temporară constau în introducerea voluntară, în actele constitutive, a unor aşa-zise clauze de blocaj a acţiunilor. Aceste clauze se întemeiază pe ideea că cesionarii unui pachet de acţiuni trebuie să rămână o anumită perioadă în societate pentru a realiza obligaţiile asumate prin contractul de cesiune[2]. De aceea, se instituie, în mod convenţional, aceste inalienabilităţi temporare care prevăd interdicţii de înstrăinare a acţiunilor un anumit număr de ani de la încheierea contractului de cesiune.

Anumite companii din Uniunea Europeană utilizează în prezent sistemul blocării unor acţiuni de la tranzacţionare aparţinând persoanelor ce îşi manifestă intenţia de a participa la adunarea generală în perioada anterioară desfăşurării acesteia. Din această cauză, au fost introduse la nivelul legislaţiei comunitare, dispoziţiile art. 7 alin. (1) lit. b) din **Directiva 2007/36/CE** privind exercitarea anumitor drepturi ale acţionarilor în cadrul societăţilor comerciale cotate la bursă[3], care impun ca drepturile acționarilor de a-și vinde sau de a-și transfera în alt mod acțiunile, în cursul perioadei dintre data de referință și data desfășurării adunării generale, **să nu fie supuse niciunei restricții** la care nu sunt supuse în alte perioade. Potrivit art. 8 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 6/2009[1], drepturile acționarilor de a-și vinde sau de a-și transfera în alt mod acțiunile, în cursul perioadei dintre data de referință și respectiva adunare generală, nu sunt supuse niciunei restricții la care nu sunt supuse în alte perioade.

---

[1] Aceste două instituţii juridice sunt analizate în cadrul Titlului IV, Condiţii de validitate, Capitolul II, Consimţământul.

[2] Idem, p. 259.

[3] JO nr. L 184, 14.7.2007.

Până la apariția Legii nr. 99/1999 privind unele măsuri pentru accelerarea reformei economice[2], încheierea unui contract de **garanție reală mobiliară** având drept obiect acțiunile unei societăți comerciale nu aducea nicio restrângere exercitării dreptului de proprietate.

Potrivit art. 13 alin. (2) din Titlul VI al Legii nr. 99/1999, în prezent abrogat,, garanția reală asupra valorilor mobiliare se constituia prin **indisponibilizarea** acestor valori, conform regulilor pieței pe care sunt tranzacționate.

Regimul juridic actual al garanțiilor reale mobiliare asupra instrumentelor financiare este conturat de dispozițiile Noului Cod civil. Potrivit art. 2390 atât ipoteca asupra instrumentelor financiare, cât și ipoteca asupra acțiunilor sau părților sociale ale unei societăți comerciale se constituie potrivit regulilor stabilite prin lege specială.

În cadrul art. 96 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005 se prevede că indisponibilizarea valorilor mobiliare în baza unor contract de garanții reale mobiliare se va putea face doar în conturile individuale deschise pe numele titularilor de valori mobiliare la depozitarul central. Ca atare, din textul sus-menționat reiese că la constituirea unei garanții reale mobiliare asupra unor acțiuni admise la tranzacționare acestea se vor preda obligatoriu unui terț, în speță depozitarul central, care va juca rolul unui custode. Trecerea acțiunilor în contul individual deschis la depozitarul central reprezintă, din interpretarea logică a art. 96 din regulament, o condiție de validitate a contractului de garanție reală mobiliară. Din această cauză, aceste acțiuni nu se vor mai afla în patrimoniul acționarului-debitor, și, pe cale de consecință, vor putea face obiectul popririi. În cazul acțiunilor neadmise la tranzacționare, indisponibilizarea acțiunilor, dacă va interveni, se va realiza conform clauzelor contractuale dintre părțile contractului de garanție reală mobiliară.

Noul Cod civil reprezintă însă un pas înainte pe drumul creșterii liberei negociabilități a bunurilor mobile în general. Astfel, potrivit dispozițiilor art. 2393 alin. (1), cel care achiziționează un bun în cursul obișnuit al activității unei întreprinderi care înstrăinează bunuri de același fel dobândește bunul liber de ipotecile constituite de înstrăinător, chiar dacă ipoteca este perfectă, iar dobânditorul cunoaște existența acesteia. Legiuitorul modern dă astfel prioritate fluidizării circuitului juridic în fața garantării cu anumite bunuri a executării obligațiilor. Soluția este corectă din punct de vedere economic și reprezintă un caz fericit al adaptării normelor juridice la necesitățile sociale generate de progresul economic și tehnologic. În cazul unei astfel de înstrăinări a bunului ipotecat, ipoteca se strămută asupra preţului sau altor bunuri rezultate din înstrăinarea bunului ipotecat, conform art. 2393 alin. (2) NCC.

---

[1] M.Of. nr. 588 din 25 august 2009.

[2] M.Of. nr. 236 din 27 mai 1999.

Părţile pot restrânge convenţional libera negociabilitate în cazul ipotecării instrumentelor financiare, instituind clauze de indisponibilizare până la executarea obligaţiilor garantate.

Existenţa unui contract de garanţie reală mobiliară (ipotecă) asupra unei părţi semnificative a acţiunilor unui emitent, de natură să afecteze funcţionarea pieţei respectivelor titluri, reprezintă o cauză ce determină **respingerea cererii de admitere la tranzacţionare pe o piaţă reglementată.**

În conformitate cu prevederile art. 100 alin. (5) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, **actele constitutive ale emitenţilor** ale căror valori mobiliare sunt admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată sau sunt tranzacţionate în cadrul unui sistem alternativ de tranzacţionare, cu acordul emitentului, nu pot conţine prevederi care să restrângă dreptul la informare al investitorilor sau libera transferabilitate a respectivelor valori mobiliare.

În rândul **restricţiilor de ordin judiciar** de la posibilitatea transferului liber al acţiunilor a căror admitere la tranzacţionare se solicită, se înscriu **sechestrul asigurător, poprirea asigurătorie şi sechestrul judiciar**[1].

Aceste forme de indisponibilizare a acţiunilor unei societăţi care intenţionează admiterea la tranzacţionare pe o piaţă reglementată pot împiedica realizarea acestui deziderat în măsura în care autoritatea pieţei respective sau operatorul de piaţă apreciază că **ar putea fi afectată funcţionarea pieţei titlurilor în cauză.**

4.4. Criterii legale de stabilire a liberei negociabilităţi

O valoare mobiliară transferabilă care este **admisă la tranzacţionare** şi a cărei **cotare nu este suspendată**, se consideră a fi liber negociabilă şi susceptibilă a fi tranzacţionată în mod echitabil, ordonat şi eficient.

Atunci când evaluează dacă o valoare mobiliară transferabilă **poate fi tranzacţionată în mod echitabil, ordonat şi eficient**, piaţa reglementată este ţinută să aibă în vedere, în funcţie de natura valorii mobiliare admise, următoarelor criterii:

a) dacă clauzele valorii mobiliare sunt clare, lipsite de echivoc şi permit corelarea preţului valorii mobiliare cu preţul sau o altă măsură valorică a activului suport;

b) dacă preţul sau altă măsură valorică a activului suport sunt fiabile şi accesibile publicului;

c) dacă există informaţii suficiente la dispoziţia publicului, necesare pentru a evalua valoarea mobiliară respectivă;

d) dacă procedurile de determinare a preţului de decontare a valorii mobiliare garantează că preţul respectiv reflectă în mod corespunzător preţul sau altă măsură valorică a activului suport;

e) dacă, în cazul în care decontarea valorii mobiliare necesită sau prevede posibilitatea livrării unei valori mobiliare suport sau a unui activ suport în locul decontării în numerar, există proceduri adecvate de decontare şi livrare a activului suport, precum şi dispoziţii corespunzătoare privind obţinerea de informaţii relevante cu privire la activul suport respectiv.

---

[1] *C. Duţescu*, Drepturile acţionarilor, ed. a 2-a, Ed. C.H. Beck, 2007, Bucureşti, p. 104-108.

4.5. Legătura dintre negociabilitate şi lichiditate

Caracteristica instrumentelor financiare de a fi uşor negociabile influenţează un factor extrem de important al pieţelor financiare, respectiv lichiditatea, practic negociabilitatea asigurând lichiditatea unor titluri [1]. Lichiditatea a fost definită în doctrina franceză drept „o calitate ataşată unui instrument financiar sau unui produs financiar negociat pe o piaţă reglementată sau pe o piaţă de tip OTC („*marché de gré à gré*”) în privinţa căruia oferta şi cererea îşi găsesc rapid contrapartea la un curs care nu reprezintă o diferenţă anormală în raport cu preţul ultimei tranzacţii anterioare”[2].

Este de remarcat că lichiditatea pe pieţele reglementate este vădit superioară celei de pe pieţe de tip OTC, care reprezintă sisteme bilaterale de tranzacţionare, investitorii fiind mai puţin interesaţi în cazul acestora să investească, din diverse motive, unul fiind şi gradul de protecţie pe care îl primesc din partea normelor juridice aplicabile.

Lichiditatea este generată şi de alte efecte ale caracterului negociabil al instrumentelor financiare, cum ar fi posibilitatea investitorilor de a se elibera în mod rapid de angajamentele juridice făcute odată cu vânzarea sau cumpărarea titlurilor respective (o plată a preţului facilă şi rapidă şi un transfer rapid al instrumentelor financiare, posibilitatea revânzării titlurilor imediat după achiziţia lor etc.), dar şi existenţa unor formalităţi simple care să asigure opozabilitatea[3].

Secţiunea a 5-a. Acţiunile sunt bunuri fungibile determinate generic

5.1. Aspecte generale privind caracterul de bunuri de gen fungibile

Am ales să tratăm împreună aceste două caractere juridice esenţiale ale acţiunii datorită strânsei legături care le uneşte.

Acţiunile se disting prin însuşirile speciei din care fac parte. Chiar dacă sunt numerotate, titularul dreptului de proprietate deţine generic un anumit număr de acţiuni ale emitentului şi nu anumite valori individual determinate.

În privinţa caracterului fungibilităţii, s-a considerat în literatura juridică a dreptului civil[4] că un lucru nu este fungibil sau nefungibil cu el însuşi, ci acest caracter se apreciază în raport cu un alt lucru. Din această perspectivă, acţiunile reprezintă un exemplu perfect de bunuri de gen fungibile, în doctrină considerându-se chiar că fungibilitatea este un caracter permanent al valorilor mobiliare[5].

---

[1] *L. Cotret*, op. cit., p. 21.

[2] *J. Saint-Geours*, Les marchés financiers, Paris, Dominos-Flammarion, 1994, p. 39.

[3] *L. Cotret*, op. cit., p. 22.

[4] *F. Terré*, L'influence de la volonté individuelle sur les qualifications, coll. „Bibliothèque de droit privé”, t. 2, Paris, L.G.D.J., 1957, no 31, p. 33 et 34.

[5] *H. Le Nabasque*, Les actions sont des droits de créances négociables, Mélanges en l'honneur d'Y. Guyon, Ed. Dalloz, p. 684.

5.2. Regimul juridic aplicabil transmiterii dreptului de proprietate din perspectiva caracterului fungibil şi de bunuri de gen al acţiunilor

Acţiunile fiind bunuri fungibile de gen, sunt supuse unui regim juridic special în privinţa momentului transmiterii dreptului de proprietate.

Bunurile de gen se înstrăinează fie în condiţiile art. 1679 NCC referitoare la vânzare în bloc, fie în condiţiile art. 1678 NCC, ce stipulează transmiterea dreptului de proprietate în cazul bunurilor de gen prin predare, numărare, cântărire, măsurare ori prin orice alt mod convenit sau impus de natura bunului.

În cazul vânzării acţiunilor, din prisma dispoziţiilor art. 1678 şi 1679 NCC se ridică o serie de întrebări:

a) în cazul unei vânzări totale sau parţiale a tuturor acţiunilor unui investitor pot fi incidente dispoziţiile art. 1679 NCC, privind vânzarea în bloc (vânzarea cu grămada în accepţiunea vechiului Cod civil, formulată în art. 1299)?

b) reprezintă „vânzare în bloc” în accepţiunea Codului civil vânzarea unei acţiuni dintr-o mie, fără altă identificare?

c) pot fi aplicate regulile vânzării prin numărare sau prin predare în cazul înstrăinării acţiunilor, plasându-se deci această operaţiune în limitele art. 1678 NCC sau reprezintă o vânzare total atipică a unor bunuri de gen?

Pentru a răspunde la aceste întrebări este necesar să înfăţişăm în primul rând elementele dreptului comun aplicabile vânzării bunurilor de gen. Doctrina clasică afirmă fără rezerve transferul dreptului de proprietate asupra bunurilor de gen numai în momentul individualizării, „ceea ce se face de regulă, prin predarea lucrului vândut cumpărătorului[1]. Individualizarea se poate face şi prin alte metode care asigură identificarea lucrurilor ca fiind ale cumpărătorului, de exemplu, prin etichetarea coletelor sau predarea lor unui cărăuş pentru a fi transportate la cumpărător[2].

Transmiterea dreptului de proprietate *solo consensu*, imediat, din momentul încheierii contractului de vânzare-cumpărare operează, conform doctrinei clasice numai în cazul bunurilor individual determinate (*res certa*). „În cazul bunurilor determinate numai generic, transferul proprietăţii nu se poate produce din momentul încheierii contractului, căci nu se cunosc bunurile care urmează să fie efectiv dobândite de către cumpărător”[3].

S-a arătat că „vânzarea cu grămada are ca obiect o cantitate determinată prin masa ei”, prezentându-se drept exemple vânzarea recoltei de pe o tarla, a grâului dintr-un siloz etc.[4].

Depăşirea obstacolului clasic privind individualizarea bunurilor fungibile înaintea vânzării s-a propus a se face prin considerarea ca fiind **determinabil** şi nu determinat obiectul contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni[5]. S-a susţinut astfel recunoaşterea faptului că vânzătorul este proprietarul unei cantităţi de acţiuni, specificate în contract şi nu a unor anumite acţiuni dintre cele emise de societatea emitentă[1]. Această transmitere *sui generis* a dreptului de proprietate porneşte de la ideea fungibilităţii şi se justifică prin acest caracter juridic. Fiind fungibile, acţiunile se înlocuiesc oricând unele cu altele astfel că este inutil a se preciza în contract care anume acţiuni se vând. Acţiunile listate nu sunt numerotate în contul deţinătorilor, ţinute de depozitarul central.

---

[1] *Fr. Deak*, op. cit., p. 16.

[2] Ibidem.

[3] Ibidem, p. 15.

[4] *Fr. Deak*, op. cit., p. 102.

[5] *J. Granotier*, op. cit., p. 61.

Considerăm că soluţia corectă, care conciliază exigenţele dreptului comun (dreptul civil) cu cele ale legislaţiei speciale este calificarea contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni nominative dematerializate ca o varietate de vânzare de bunuri de gen care trebuie individualizate prin numărare, supuse prevederilor art. 1678 NCC (art. 1585 C.civ. francez), incident pentru vânzarea după greutate, număr sau măsură. **Individualizarea acţiunilor** (valorilor mobiliare) nominative dematerializate ce fac obiectul tranzacţiei se realizează:

a) în momentul încheierii tranzacţiei în sistemul electronic al operatorului de piaţă, în cazul acţiunilor listate într-un sistem multilateral de tranzacţionare;

b) în momentul înregistrării declaraţiei vânzătorului, respectiv a cumpărătorului în registrul acţionarilor; anterior înregistrării acestei declaraţii, actul juridic încheiat între părţi nu poate avea rolul de a individualiza bunurile (acţiunile) de gen vândute şi de a produce efectul transmiterii dreptului de proprietate.

Transferul dreptului de proprietate asupra valorilor mobiliare (instrumente financiare) listate pe piaţa de capital, se realizează în momentul înscrierii în contul cumpărătorului a numărului acţiunilor ce au făcut obiectul contractului de vânzare-cumpărare.

Pe cale de consecinţă, indicarea numărului acţiunilor ce fac obiectul contractului încheiat în sistemul operatorului de piaţă, în evidenţele electronice ale operatorului şi ale intermediarilor autorizaţi implicaţi în tranzacţie, în prima fază, iar apoi, în faza a doua realizarea înscrierii în contul cumpărătorului a valorilor mobiliare prin creditarea contului acestuia, şi eliminarea titlurilor din contul vânzătorului, prin debitarea contului acestuia, conturează şi întregesc mecanismul individualizării bunurilor de gen vândute şi a transferului dreptului de proprietate.

În concluzie, apreciem că acţiunile, având caracterele juridice de bunuri fungibile de gen, sunt supuse, în privinţa transferului dreptului de proprietate, dispoziţiilor art. 1678 NCC. Acţiunile ce fac obiectul unei tranzacţii bursiere sunt „numărate" în momentul încheierii tranzacţiei, prin întâlnirea unui ordin de vânzare cu un ordin de cumpărare, care au acelaşi preţ, în sistemul electronic al operatorului de piaţă sau de sistem multifuncţional (alternativ) de tranzacţionare.

Un astfel de contract de vânzare-cumpărare are un caracter determinat şi nu determinabil.

O astfel de concepţie a fost formulată şi în doctrina franceză[2]: ataşarea ideii de transfer de proprietate de înscriere în cont corespunde aplicării regulilor dreptului comun relative la transferul dreptului de proprietate asupra bunurilor de gen. Valorile mobiliare sunt individualizate la nivelul contului, dar nicio valoare mobiliară privită separat nu este individualizabilă. În consecinţă, transmiterea lor operează în momentul individualizării, care se produce prin înscrierea în conturile speciale".

---

[1] Ibidem, p. 62.

[2] *Ch. Lassalas*, L'inscription en compte des valeurs: la notion de propriété scripturale, Presses universitaires de la Faculté de droit de Clermont-Ferrand/L.G.D.J.,1997, p. 242, n. 723.

O opinie contrară a fost exprimată în literatura juridică franceză[1], arătându-se că **operează regimul juridic al vânzării în bloc**, prevăzut de art. 1586 C.civ. francez, art. 1299 vechiul C.civ. român: „vânzarea în bloc este un lucru individualizat". Potrivit acestor autori, transferul de proprietate operează imediat, în momentul în care este „transmis consimţământul reciproc". O soluţie asemănătoare se impune, potrivit aceloraşi autori, şi în cazul în care „un bloc (de valori mobiliare) este vândut parţial: vânzarea parţială rămâne o vânzare a unui bloc de titluri."

Oricât de seducătoare ar apărea teza aplicării regulilor vânzării în bloc în cazul tranzacţiei bursiere, apreciem că noţiunea de bloc sau grămadă de bunuri nu este congruentă cu conceptul de pachet de acţiuni sau pachet de valori mobiliare. Astfel cum am precizat mai sus, în literatura juridică s-a propus pentru definirea noţiunii de „bloc" sau „grămadă" luarea în considerare a unei anumite cantităţi de bunuri, limitată de anumite elemente naturale, spre exemplu „grâul dintr-un hambar", „recolta de pe o tarla", „recolta dintr-un an" etc. Într-o asemenea situaţie, individualizarea se realizează sub forma „grămezii", a „blocului", obiectul vânzării îmbrăcând limitele lucrului sau conceptului în care este conţinut: grâul vândut este delimitat de pereţii hambarului, recolta vândută are fie limite concrete, naturale-echivalente cu limitele suprafeţei de teren evocate în contractul de vânzare-cumpărare sau limite abstracte, temporale-recolta obţinută într-un an calendaristic. Se ajunge astfel indirect la o individualizare în funcţie de volum, greutate, număr etc. Obiectul individualizării îl reprezintă în cazul vizat de art. 1679 NCC lucrul sau conceptul mai larg (imaginat din punct de vedere intelectual) care conţine bunurile ce formează obiectul contractului de vânzare-cumpărare.

În cazul instrumentelor financiare, bunuri incorporale dematerializate, mecanismul legal al încheierii actelor cu titlu oneros translative de proprietate nu permite identificarea unor limite ale lucrului sau conceptului care cuprind bunurile incorporale ce formează obiectul tranzacţiei bursiere. În situaţia vânzării unor instrumente financiare, tranzacţia nu se poate încheia dacă nu este precizat în ordinul de tranzacţionare numărul instrumentelor financiare oferite spre vânzare. Pe cale de consecinţă, tranzacţia bursieră se încheie cu privire la un număr determinat de instrumente financiare şi nu determinabil, în funcţie de alţi factori care caracterizează lucrul sau conceptul în care sunt cuprinse titlurile ce fac obiectul vânzării.

Chiar şi în ipoteza în care o persoană emite prin intermediarul autorizat un ordin de vânzare a tuturor instrumentelor financiare de un anumit tip deţinute în contul său nu sunt întrunite condiţiile vânzării în bloc. Contrapartea sa, cumpărătorul nu va cunoaşte de regulă că a cumpărat toate instrumentele financiare de un anumit tip deţinute de vânzător, şi, chiar dacă ar cunoaşte, contractul de vânzare-cumpărare se încheie cu privire la un număr determinat de titluri. O tranzacţie nu poate avea drept obiect „toate acţiunile emise de societatea A deţinute de vânzătorul V la preţul total de Z lei", ci numai „un număr de Y acţiuni ale societăţii A la preţul de X lei pe acţiune".

---

[1] *T. Bonneau, F. Drumond*, Droit des marchés financieres, Economica, Paris, 2002, p. 564.

În cazul în care **părţile unui contract de vânzare-cumpărare de acţiuni urmăresc un anumit scop**: spre exemplu, vânzătorul să-şi lichideze toate deţinerile de un anumit tip, sau cumpărătorul să cumpere toate instrumentele financiare de un anumit tip deţinute de un anumit investitor (spre exemplu, pentru a înceta calitatea de acţionar a vânzătorului), acest element cauzal subiectiv nu poate fi transpus ca atare într-un act translativ de proprietate care să îmbrace forma unei tranzacţii bursiere, ci, cel mult într-un antecontract. Numai o promisiune bilaterală sau unilaterală de vânzare-cumpărare poate reda intenţia reală a părţilor. Părţile se pot înţelege, spre exemplu, ca obiectul contractului de vânzare-cumpărare să fie reprezentat de toate acţiunile emise de societatea A deţinute de vânzător, înţelegere care va avea, subliniem, **natura juridică de antecontract de vânzare-cumpărare de acţiuni**. Tranzacţia bursieră propriu-zisă nu poate conţine decât numărul de titluri ce fac obiectul contractului şi preţul pe titlu.

Cumpărătorul care, din varii motive doreşte să înlăture calitatea de acţionar a vânzătorului, este nevoit să se bazeze pe buna-credinţă a acestuia din momentul încheierii tranzacţiei, având, cel mult posibilitatea de a-l urmări pentru o eventuală neexecutare a obligaţiilor asumate în antecontract dacă acesta din urmă nu înstrăinează toate acţiunile deţinute.

Pe de altă parte, vânzătorul care doreşte vânzarea tuturor titlurilor de un anumit tip deţinute va fi nevoit, în lipsa existenţei pe piaţă a unui ordin de cumpărare care să vizeze un număr de instrumente financiare cel puţin egal cu numărul tuturor titlurilor sale, să încheie mai multe tranzacţii succesive până când dezideratul său va fi atins.

În mod asemănător, vânzarea de acţiuni nominative dematerializate nelistate nu se poate realiza „în bloc". Declaraţia cedentului făcută în registrul acţionarilor, conform art. 98 din Legea nr. 31/1990 trebuie să vizeze un număr determinat de acţiuni. De asemenea, nici vânzarea acţiunilor la purtător nu poate fi supusă, în mod normal, regimului juridic al vânzării în bloc, deoarece şi în acest caz, ca şi în situaţia acţiunilor nominative, părţile se înţeleg să vândă, respectiv să cumpere, un număr de acţiuni, la un anumit preţ pe acţiune. Ar fi iraţional ca un vânzător să vândă un pachet de acţiuni la purtător fără a şti câte acţiuni fac obiectul actului translativ de proprietate.

În aceste condiţii, vânzarea în bloc apare a fi incompatibilă cu tranzacţia bursieră, dar şi cu contractul de vânzare-cumpărare de acţiuni în general.

În sfârşit, arătăm că individualizarea instrumentelor financiare vândute pe piaţa de capital se produce efectiv în momentul întâlnirii unor ordine de bursă de sens contrar (momentul în care ordinul de vânzare care se referă la o anumită cantitate de instrumente se întâlneşte cu un ordin de cumpărare care conţine acelaşi preţ), în acel moment realizându-se operaţiunea de „numărare", evocată de art. 1679 NCC. Aşadar, individualizarea bunurilor mobile incorporale obiect al tranzacţiei intervine în momentul încheierii tranzacţiei prin indicarea numărului de titluri care au fost menţionate în ordinul ce conţinea o cantitate mai mică.

Individualizarea acţiunilor nominative nelistate se produce în momentul înscrierii în registrul acţionarilor a numărului de acţiuni care fac obiectul vânzării, menţiune însoţită de semnăturile cedentului şi cesionarului. Individualizarea acţiunilor la purtător se produce în formă clasică, prin numărarea lor efectivă.

În doctrina română s-a susţinut şi că „ordinul de tranzacţionare semnifică individualizarea valorilor mobiliare"[1]. O astfel de soluţie nu ţine cont de natura juridică a ordinului de bursă, aceea de ofertă de a contracta, respectiv de acceptare a ofertei de a contracta. Ordinul de bursă defineşte exclusiv o fază precontractuală care precede faza contractuală în cadrul căreia se ridică problema individualizării bunurilor fungibile obiect al contractului. Apoi, este limpede că un ordin de bursă poate fi executat parţial, astfel încât individualizarea realizată prin numărare are loc în momentul realizării acordului de voinţă, moment ulterior emiterii ordinului de bursă, în limitele stabilite de ordinul de sens contrar, care vizează o cantitate mai mică de instrumente financiare decât ordinul iniţial. Aceste considerente ne determină să apreciem că nu ordinul de bursă realizează individualizarea, ci actul juridic translativ de proprietate încheiat în baza ordinelor de bursă de sens contrar care vizează acelaşi instrument financiar şi conţin acelaşi preţ.

5.3. Ordinea în care se vând acţiunile

În privinţa ordinii în care se vând acţiunile dintr-un portofoliu, datorită caracterului acestora de bunuri de gen, se ridică însă câteva probleme practice:

a) cum se individualizează acţiunile care fac obiectul unei vânzări atunci când unele acţiuni noi emise într-o majorare de capital se anulează sau în ipoteza oricăror acţiuni care se anulează deţinute de un investitor care a încheiat acte de vânzare în prealabil?

b) care sunt efectele juridice asupra terţilor subdobânditori?

Răspunsul nu se poate baza pe o normă juridică existentă *de lege lata*. Aplicarea principiului echităţii reclamă incidenţa regulii FIFO, primele acţiuni cumpărate sunt şi primele vândute. **Această regulă se aplică din punct de vedere al dreptului fiscal şi, pentru identitate de raţiune, trebuie să se aplice şi în materie comercială, în cazul anulării unor acţiuni.** Potrivit art. 3 alin. (3) din Normele privind determinarea, reţinerea şi virarea impozitului pe câştigul de capital rezultat din transferul titlurilor de valoare, obţinut de persoanele fizice, aprobate prin Ordinul ministrului economiei şi finanţelor şi al preşedintelui Comisiei Naţionale a Valorilor Mobiliare nr. 3483/144/2008[2]: „Ordinea de vânzare a valorilor mobiliare, raportată la deţinerile pe simbol, se înregistrează cronologic, în funcţie de data dobândirii, de la cea mai veche deţinere la cea mai nouă."

În cazul anulării unor acţiuni, fie ca urmare a anulării unei hotărâri de majorare a capitalului social, fie drept consecinţă a unei alte cauze, toate tranzacţiile (contractele de vânzare-cumpărare) ce au avut ca obiect acţiunile respective sunt supuse regimului juridic conturat de art. 1311 C.civ., datorită efectului retroactiv al nulităţii. Nu există *de lege lata* nicio normă derogatorie de la această regulă imperativă care instituie o nulitate de ordine publică.

---

[1] *Gh. Piperea*, Societăţi comerciale, piaţă de capital. Acquis comunitar, Ed. All Beck, Bucureşti, 2005, p. 619.

[2] M.Of. nr. 24 din 12 ianuarie 2009.

Secţiunea a 6-a. Acţiunile sunt bunuri neconsumptibile

Această caracteristică a acţiunilor este reprezentată de calitatea că, prin utilizarea acestora, nu se afectează substanţa lor. În acelaşi timp, utilizarea acţiunilor nu presupune înstrăinarea, ca în situaţia banilor, spre exemplu.

Acţiunea, reprezintă, în opinia noastră, un exemplu tipic de bun fungibil neconsumptibil, cel puţin tot atât de relevant ca şi cel oferit de doctrina dreptului civil[1]-„două cărţi ale aceleaşi ediţii".

Noţiunea de „utilizare", „întrebuinţare" a acţiunii poate să apară paradoxală, mai ales în cazul celor nominative, cu atât mai mult în situaţia celor dematerializate, având în vedere că este vorba de bunuri incorporale, însă credem că exercitarea anumitor drepturi de către acţionar este compatibilă cu ideea de uz.

Primul argument se întemeiază pe textul legal care face vorbire de dreptul de uzufruct şi de exercitarea dreptului de vot în situaţia în care este constituit un astfel de drept. Potrivit art. 124 alin. (1) din Legea nr. 31/1990, dacă acţiunile sunt grevate de un drept de uzufruct, dreptul de vot conferit de aceste acţiuni aparţine uzufructuarului în adunările generale ordinare şi nudului proprietar în adunările generale extraordinare. Dispoziţia legală face vorbire doar despre exercitarea dreptului de vot şi nu şi despre participarea la adunările generale. Având în vedere prerogativele conferite de dispoziţiile de drept comun uzufructuarului şi nudului proprietar, apreciem că ambii au dreptul de a participa la orice adunare generală, doar exercitarea dreptului de vot suferind limitările prevăzute de art. 124. În legislaţia din ultimii ani se prevede posibilitatea instituirii unui drept de uzufruct asupra acţiunilor în cazul reorganizării societăţilor comerciale de stat „Hidroelectrica" (H.G. nr. 857/2002 privind reorganizarea Societăţii Comerciale de Producere a Energiei Electrice în Hidrocentrale „Hidroelectrica" SA[2]) şi „Termoelectrica" (H.G. nr. 1580/2003 privind reorganizarea Societăţii Comerciale de Producere a Energiei Electrice şi Termice „Termoelectrica" SA, Sucursala „Electrocentrale Galaţi" şi înfiinţarea Societăţii Comerciale „Electrocentrale Galaţi" SA, filială a Societăţii Comerciale de Producere a Energiei Electrice şi Termice „Termoelectrica" SA[3]).

Cel de-al doilea argument este constituit de natura juridică de bun mobil a acţiunii. Nefiind un drept de creanţă, acţiunea presupune un raport juridic real între titularul prerogativelor asupra sa şi toate celelalte subiecte de drept, fiind deci obiectul unui drept real de proprietate. În aceste condiţii, nu există niciun considerent care să justifice o eliminare a uzului - atribut al dreptului de proprietate în cazul exercitării dreptului de proprietate asupra unor bunuri incorporale.

Exercitarea dreptului de folosinţă asupra acţiunilor presupune o gamă variată de manifestări şi activităţi generate şi întemeiate pe dispoziţiile legale în vigoare sau pe prevederile actului constitutiv al societăţii emitente. Având în vedere că acţiunile şi valorile mobiliare în general sunt emise în formă dematerializată, reprezentând o abstracţiune, ele putând fi vizualizate „doar cu ochii minţii", dreptul de folosinţă al acţiunilor aflate în patrimoniul unei persoane presupune exercitarea în abstract a posesiei asupra acţiunilor.

---

[1] *G. Boroi*, Drept civil. Partea generală. Persoanele, Ed. Hamangiu, 2008, Bucureşti, p. 105.

[2] M.Of. nr. 632 din 27 august 2002.

[3] M.Of. nr. 1 din 5 ianuarie 2004.

În acest fel, fără a deţine asupra sa şi a prezenta conducerii societăţii acţiunile respective, titularul dreptului de proprietate asupra lor poate lua parte la adunările generale ale societăţii, poate să-şi exercite dreptul de vot, are acces la documente şi informaţii în calitatea sa de acţionar etc.

Întocmai cum doctrina a relevat[1], dreptul de uz este manifestarea concretă a contactului direct al proprietarului cu bunul ce formează obiectul dreptului său. În cazul dreptului de proprietate asupra acţiunilor, dreptul de uz este cauza unei multitudini de alte drepturi accesorii dreptului de proprietate asupra acţiunilor: dreptul de a participa la adunarea generală, dreptul de vot, dreptul de preferinţă în cazul majorărilor de capital social, dreptul la informare, dreptul de a propune puncte pe ordinea de zi a adunării generale, dreptul de a cere convocarea adunării generale sau dreptul de a angaja în justiţie răspunderea administratorilor.

Este de remarcat că dreptul proprietarului de a uza de acţiunile sale implică şi posibilitatea *de a nu uza de ele*, astfel încât proprietarul acţiunilor poate să nu participe la adunările generale (în unele cazuri, atunci când are deţineri majoritare, acest fapt poate implică nedesfăşurarea adunării generale respective), poate să nu voteze (fie să se abţină, fie să nu voteze deloc, acest fapt putând genera blocarea adoptării hotărârii dacă fără votul său nu se întruneşte majoritatea cerută de lege) etc.

Secţiunea a 7-a. Acţiunile sunt frugifere

Acţiunile sunt producătoare de beneficii, de fructe. Aparent, *natura juridică* a dividendelor este aceea de fructe civile produse de acţiuni. Caracterul de fructe civile al dividendelor a fost negat în doctrina contemporană[2], care consideră că dividendele au o natură specială, nefiind fructe civile. Există câteva deosebiri fundamentale între fructele civile reglementate de dreptul civil şi dividendele aferente acţiunilor, astfel încât doctrina a respins teoria potrivit căreia dividendele sunt fructe civile. Noua orientare doctrinară arată că „dividendele sunt rezultatul degajat în fiecare an de exerciţiul contabil, fapt ce le conferă un caracter aleatoriu şi nedeterminat, care se opune caracterului fix al fructelor civile. Pe de altă parte, fructele civile se culeg zi cu zi, iar dreptul acţionarilor la dividende nu se naşte decât în ziua deciziei adunării generale"[3].

În orice caz, acţiunile sunt bunuri susceptibile de a produce „venituri"[4].

De aceea, dividendele sunt considerate a avea o natură juridică *sui generis*, de beneficii produse de acţiuni, care nu trebuie confundată cu cea a fructelor de drept comun.

Titularul obligaţiei corelative dreptului la dividende este societatea emitentă. Nu este posibil, spre exemplu, să se pretindă direct acţionarului majoritar plata dividendelor rezultate ca urmare a înregistrării unui profit într-un exercițiu financiar[1], chiar dacă acesta poate influența distribuirea profitului sub formă de dividende, prin impunerea în adunarea generală ordinară a oricăror hotărâri asupra acestei chestiuni, grație principului majorității.

---

[1] Ibidem, p. 41.

[2] *M. Cozian, A. Viandier*, Droit des sociétés, 5-ème édition, Ed. Litec, 1992, p. 285.

[3] Ibidem.

[4] *Y. Guyon*, Droit des affaires, Tome I, Droit commercial général et sociétés, 10-ème édition, Ed. Economica, Paris, 1998.

Dreptul la dividende este un drept subiectiv, relativ, personal, de creanță, patrimonial, accesoriul dreptului de proprietate asupra acțiunilor, afectat de o dublă condiție suspensivă: aceea a înregistrării unui profit de către societate și aceea a distribuirii acestui profit sub formă de dividende.

Raportul juridic dintre acționarul titular al dreptului la dividende și societatea emitentă are un caracter obligațional, alcătuind alături de dreptul de subscriere la majorarea capitalului social, dreptul la restituirea unei părți din aport în cazul diminuării capitalului social și dreptul la o cotă parte din activul net social, în cazul lichidării societății, partea de raporturi personale patrimoniale din cadrul relației juridice complexe existente între acționar și societatea emitentă.

Secțiunea a 8-a. Acțiunile sunt indivizibile

O acțiune nu poate face obiectul unei diviziuni între mai mulți posesori, dreptul de proprietate asupra unei acțiuni putând fi exercitat în comun de mai multe persoane, ce au obligația desemnării unui reprezentant unic în vederea exercitării drepturilor atașate.

De aceea s-a consacrat ideea că drepturile ce derivă din acțiune trebuie exercitate în unanimitate[2]. Există însă instituția **splitării** acțiunilor, ceea ce înseamnă că, prin hotărârea adunării generale extraordinare, o acțiune poate fi împărțită în mai multe părți egale, generatoare de drepturi egale, a căror valoare reprezintă fracțiuni din valoarea acțiunii inițiale.

Potrivit art. 102 alin. (2) din Legea nr. 31/1990, când o acțiune nominativă devine proprietatea mai multor persoane, societatea nu este obligată să înscrie transmiterea atât timp cât acele persoane nu vor desemna un reprezentant unic pentru exercitarea drepturilor rezultând din acțiune. Aceeași regulă este valabilă și în cazul acțiunilor la purtător. Conform art. 102 alin. (4) din același act normativ, atât timp cât o acțiune este proprietatea indiviză sau comună a mai multor persoane, acestea sunt răspunzătoare în mod solidar pentru efectuarea vărsămintelor datorate.

Principiul indivizibilității acțiunilor creează probleme practice serioase atunci când intră în contact cu regulile de drept aplicabile dreptului de preferință al acționarilor în cazul majorării capitalului social. Potrivit art. 216 alin. (1) din Legea nr. 31/1990, acțiunile emise pentru majorarea capitalului social vor fi oferite spre subscriere, în primul rând acționarilor existenți, proporțional cu numărul acțiunilor pe care le posedă. O astfel de proporționalitate nu se mai poate păstra în situația în care adunarea generală decide majorarea capitalului social cu o sumă care nu reprezintă un multiplu al vechiului capital social, întrucât vor fi inevitabil acționari care vor deține un număr de acțiuni insuficient pentru a-și valorifica în întregime dreptul de preferinţă. Într-o astfel de situaţie, singura soluţie legală o reprezintă limitarea dreptului de preferinţă al tuturor acţionarilor care nu deţin acţiuni vechi suficiente pentru a-şi valorifica în întregime dreptul de preferinţă. Orice altă soluţie conduce la încălcarea unor dispoziţii legale imperative, fie a art. 102 alin. (1), în cazul în care se va decide că fiecare acţionar poate subscrie conform cotei sale de participare la capitalul social existent, fie a art. 216 alin. (1) în cazul în care se decide să se respecte principiul statuat de art. 102 alin. (1). Ridicarea dreptului de preferinţă ridică însă dificultăţi practice importante datorită condiţiilor ridicate de cvorum şi majoritate, mai ales în cazul societăţilor admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată.

---

[1] C.S.J., secț. com., dec. nr. 2310/1997, în Dreptul nr. 6/1998, p. 132.

[2] *Ph. Merle*, Droit commercial, 2$^{\text{ème}}$ édition, Ed. Dalloz, 1990, p. 229.

Secţiunea a 9-a. Acţiunile sunt sesizabile

Acţiunile, indiferent de forma în care sunt emise şi de modul în care circulă pot face obiectul executării silite.

Potrivit art. 4 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 9/2006[1] privind executarea contractelor de garanţie reală mobiliară având ca obiect valori mobiliare admise la tranzacţionare pe pieţele reglementate/sistemele alternative de tranzacţionare, executorul va proceda la valorificarea valorilor mobiliare ce fac obiectul popririi, prin intermediul unei societăţi de servicii de investiţii financiare, pe o piaţă reglementată de instrumente financiare/sistem alternativ de tranzacţionare. Executarea silită asupra acţiunilor se poate realiza atât pe piaţa regular, cât şi pe segmentul special de piaţă, numit de regulă *„buy in-sell out*”, prin metoda „vânzare specială la ordin”, conform art. 2 din acelaşi act normativ emis de către C.N.V.M. Acest segment de piaţă este utilizat de regulă pentru corectarea erorilor sau pentru alte operaţiuni în care consimţământul părţilor este suplinit de o prevedere legală sau regulamentară.

Secţiunea a 10-a. Acţiunile tranzacţionate pe piaţa de capital sunt valori mobiliare

Conform art. 2 alin. (1) pct. 33 lit. a) din Legea nr. 297/2004, acţiunile au caracterul de valori mobiliare **dacă sunt negociate pe piaţa de capital**.

În România, condiţiile privind admiterea la tranzacţionare a unor acţiuni pe o piaţă reglementată sunt prevăzute de dispoziţiile secţiunii a II-a a capitolului 1 din Titlul VI „Emitenţii” al Legii nr. 297/2004.

Aceste condiţii sunt în rezumat următoarele:

a) Acţiunile care fac obiectul admiterii la tranzacţionare trebuie să fie liber negociabile şi integral plătite (art. 215);

b) În situaţia unei emisiuni de acţiuni adresate publicului, care precede admiterea la tranzacţionare, admiterea poate avea loc numai după încheierea perioadei de subscriere (art. 216);

c) Pentru ca acţiunile unei societăţi să fie admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată, trebuie să existe un număr suficient de acţiuni distribuit publicului, cu excepţia situaţiei în care acţiunile sunt distribuite publicului prin intermediul tranzacţiilor realizate pe respectiva piaţă reglementată. În acest caz, admiterea la tranzacţionare se va realiza dacă C.N.V.M. consideră că un număr suficient de acţiuni va fi distribuit publicului, prin respectiva piaţă reglementată, într-un interval scurt de timp. Se consideră că s-a distribuit publicului un număr suficient de acţiuni, în următoarele situaţii:

---

[1] M.Of. nr. 610 din 14 iulie 2006.

- acţiunile pentru care s-a solicitat admiterea la tranzacţionare sunt distribuite publicului într-o proporţie de cel puţin 25% din capitalul subscris, reprezentat de această clasă de acţiuni;
- este asigurată funcţionarea normală a pieţei, cu un procent mai mic de acţiuni decât cel prevăzut la lit. a), datorită numărului mare de acţiuni existente în circulaţie şi a dispersiei acestora în rândul publicului (art. 217).

Pe lângă aceste condiţii referitoare la acţiuni, legea [art. 213 alin. (1)] prevede şi anumite cerinţe pe care trebuie să le îndeplinească societatea emitentă a acestora, respectiv:

a) societatea să fie înfiinţată şi să îşi desfăşoare activitatea, în conformitate cu prevederile legale în vigoare;

b) societatea să aibă o capitalizare anticipată, de cel puţin echivalentul în lei al 1.000.000 euro sau, în măsura în care valoarea capitalizării nu se poate anticipa, să aibă capitalul şi rezervele, incluzând profitul sau pierderea din ultimul exerciţiu financiar, de cel puţin echivalentul în lei al 1.000.000 euro, calculat potrivit cursului de referinţă comunicat de Banca Naţională a României, la data cererii privind admiterea la tranzacţionare; nu se aplică această condiţie în cazul admiterii la tranzacţionare a unor emisiuni suplimentare de acţiuni, din aceeaşi clasă ca şi cele deja admise.

c) societatea să fi funcţionat în ultimii 3 ani anterior solicitării de admitere la tranzacţionare şi să fi întocmit şi comunicat situaţiile financiare pentru aceeaşi perioadă, în conformitate cu prevederile legale.

Admiterea la tranzacţionare a unor valori mobiliare pe o piaţă reglementată din România se realizează după publicarea unui prospect aprobat de C.N.V.M.

Prevederile legii române privind admiterea la tranzacţionare transpun dispoziţiile Directivei 2001/34/CE a Parlamentului European şi a Consiliului privind admiterea valorilor mobiliare la cota oficială a unei burse de valori şi informaţiile care trebuie publicate cu privire la aceste valori mobiliare[1].

Admiterea la tranzacţionare în cadrul unui sistem alternativ de tranzacţionare se realizează conform reglementărilor emise de către operatorul sistemului alternativ aprobate de către C.N.V.M. Această concluzie rezultă indirect din interpretarea art. 139 alin. (5) lit. d) din Legea nr. 297/2004, care stipulează că regulile de funcţionare ale sistemului trebuie să cuprindă prevederi cu privire la instrumentele financiare tranzacţionate. *De lege ferenda* se impune fără îndoială precizarea explicită a competenţei operatorului de sistem de a stabili condiţiile de admitere la tranzacţionare.

În România a fost autorizat un singur sistem alternativ de tranzacţionare, operator fiind Bursa de Valori Bucureşti S.A. Potrivit dispoziţiilor art. 5 din Codul ATS-CAN al B.V.B., pentru admiterea acţiunilor în Categoria I a sistemului alternativ de tranzacţionare (ATS), trebuie îndeplinite cumulativ următoarele cerinţe:

---

[1] JO nr. L 184 din 6.07.2001.

a) referitoare la instrumentele financiare:

i. să fie înregistrate în evidentele C.N.V.M;

ii. să fie liber transferabile, plătite integral, emise în formă dematerializată şi evidenţiate prin înscriere în cont, să fie din aceeaşi clasă;

b) referitoare la emitent:

i. capitalizarea medie în ultimele 6 luni anterioare formulării cererii de admitere la tranzacţionare să fie de cel puţin echivalentul în lei a 1 milion euro, sau valoarea capitalurilor proprii din ultimul exerciţiu financiar să fie de cel puţin echivalentul în lei a 1 milion euro, calculate la cursul de referinţă al B.N.R. din data înregistrării la B.V.B. a cererii de admitere la tranzacţionare în Categoria I;

ii. societatea să fi funcţionat în ultimii 3 ani anterior solicitării de admitere la tranzacţionare şi să fi întocmit situaţiile financiare pentru aceeaşi perioadă, în conformitate cu prevederile legale;

iii. să aibă contract de furnizare de servicii de registru cu Depozitarul Central;

iv. să nu fie în stare de faliment;

v. să solicite tranzacţionarea în cadrul ATS.

Capitolul IV. Clasificarea acţiunilor

Acţiunile pot fi clasificate în funcţie de o serie de criterii:

Secţiunea 1. Clasificarea în funcţie de modalitatea în care sunt emise

În funcţie de modalitatea în care sunt emise, acţiunile pot fi în formă materială, emise pe suport de hârtie sau în formă dematerializată, emise în cont.

Acţiunile emise **în formă materială** conţin o serie de elemente de identificare a titularului dreptului de proprietate [art. 93 alin. (3) din Legea nr. 31/1990] – nume, prenume, CNP, domiciliul acţionarului-persoană fizică, respectiv, denumire, CUI, număr de înmatriculare, sediu, în cazul acţionarului-persoană juridică. De asemenea, ele cuprind date despre societatea emitentă [art. 93 alin. (2)], cum ar fi denumirea şi durata societăţii, data actului constitutiv, capitalul social, numărul acţiunilor şi numărul lor de ordine, valoarea nominală etc. Acţiunile emise în formă materială trebuie să poarte semnătura a doi membri ai consiliului de administraţie, respectiv ai directoratului, sau, după caz, semnătura administratorului unic, respectiv a directorului general unic [art. 93 alin. (4)].

Acţiunile emise **în formă dematerializată** se înscriu direct în contul titularului, dovada dreptului de proprietate urmând a se face, conform prevederilor art. 97 din Legea nr. 31/1990, printr-un certificat de acţionar, eliberat de societate, din oficiu sau la cerere, care să cuprindă toate datele care sunt menţionate pentru acţiunea emisă în formă materială, iar în plus, numărul, categoria şi valoarea nominală a acţiunilor, proprietate a acţionarului, poziţia la care acesta este înscris în registrul acţionarilor şi, după caz, numărul de ordine al acțiunilor. În cazul în care societatea nu îi eliberează acest certificat, acționarul respectiv se poate adresa justiției printr-o acțiune de drept comun[1].

În cazul acțiunilor tranzacționate pe piața de capital, dovada dreptului de proprietate asupra acțiunilor se face printr-un extras de cont, emis de entitatea (societatea emitentă sau societatea de registru) care ține registrul acționarilor. Pe piața de capital pot fi tranzacționate doar acțiuni în formă dematerializată.

Secțiunea a 2-a. Clasificarea în funcție de modul de identificare a titularului

În funcție de modul de identificare a titularului acțiunile pot fi nominative sau la purtător [art. 91 alin. (1) din Legea nr. 31/1990].

2.1. Acțiunile nominative

Acțiunile nominative sunt acele acțiuni al căror proprietar este determinat. Drepturile aferente acestor acțiuni sunt exercitate doar de către proprietarul determinat al acestor acțiuni.

Dacă în actul constitutiv al societății nu se indică felul acțiunilor emise de către societate, acestea vor fi nominative [art. 91 alin. (2) din Legea nr. 31/1990]. Acțiunile nominative pot fi emise în forma materială sau pot fi dematerializate, înregistrate doar în registrul acționarilor [art. 91 alin. (2) teza a II-a]. Acțiunile neplătite sunt întotdeauna nominative.

Pe piața de capital se tranzacționează doar acțiuni nominative, emise în forma dematerializată. Aceasta concluzie se desprinde în mod indirect din prevederile art. 37 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005 privind autorizarea și funcționarea depozitarului central, caselor de compensare și contrapărților centrale care prevede că „valorile mobiliare admise în sistemul depozitarului central sunt dematerializate și evidențiate în conturi electronice, în conformitate cu prevederile legale în vigoare”. De asemenea, art. 37 alin. (2) prevede obligativitatea dematerializării valorilor mobiliare emise în formă materială, înainte de înregistrarea lor în sistemul depozitarului central. Or, în art. 91 alin. (2) din Legea nr. 31/1990 se prevede că doar acțiunile nominative pot fi dematerializate.

Dreptul de proprietate asupra acțiunilor nominative emise **în formă materială** se transmite prin *declarație făcută în registrul acționarilor și prin mențiunea făcută pe titlu, semnată de cedent și de cesionar sau de mandatarii lor*, conform prevederilor art. 98 din Legea nr. 31/1990. Dreptul de proprietate asupra acțiunilor nominative emise **în formă dematerializată** se transmite *prin declarație făcută în registrul acționarilor*, semnată de cedent și de cesionar sau de mandatarii lor.

Prin actul constitutiv se pot prevedea și alte forme de transmitere a dreptului de proprietate asupra acțiunilor. Prin clauzele actului constitutiv se pot stabili posibilități alternative de transmitere a dreptului de proprietate, fie în conformitate cu art. 98, fie potrivit dispozițiilor speciale din actul constitutiv[2].

---

[1] *St.D. Cărpenaru, S. David, C. Predoiu, Gh. Piperea,* Societăți comerciale. Reglementare, doctrină, jurisprudență, Ed. All Beck, București, 2002, p. 232.

[2] Ibidem, p. 222.

Este limpede că legiuitorul a lăsat acţionarilor dreptul de a stabili, în cazul societăţilor închise, netranzacţionate pe o piaţă reglementată, modalitatea în care se realizează transferul dreptului de proprietate. Din acest punct de vedere, norma din art. 98 teza I este o normă juridică dispozitivă. În reglementarea Codului comercial de la 1887, abrogată de art. 294 din Legea nr. 31/1990, era prevăzut un mod similar de transmitere a dreptului de proprietate asupra acţiunilor nominative (emise în formă materială, desigur), însă, înscrierea în registrul acţionarilor putea fi interpretată ca fiind o condiţie *ad probationem* a transferului proprietăţii[1].

Pornindu-se de la această normă, practica judecătorească interbelică a stabilit că dreptul de proprietate asupra acţiunilor nominative se poate transmite consensual, iar înscrierea în registrul acţionarilor având rolul de a asigura opozabilitatea faţă de terţi, în rândul cărora intră şi societatea emitentă[2].

O soluţie similară poate fi adoptată de către acţionari în actul constitutiv şi în prezent, din moment ce nu există nicio prohibiţie legală în acest sens, mai mult chiar, prevederile art. 98 alin. (1) teza finală permiţând să se deroge de la norma care indică înregistrarea în registrul acţionarilor drept moment al transferului dreptului de proprietate asupra acţiunilor. În lipsa unei stipulaţii exprese în actul constitutiv, dreptul de proprietate se va transmite însă numai în condiţiile art. 98 alin. (81) din Legea nr. 31/1990, adică prin semnătura cedentului şi cesionarului în registrul acţionarilor.

Transferul dreptului de proprietate privind acţiunile emise în formă dematerializată, admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată are loc, potrivit art. 145 din Legea nr. 297/2004 privind piaţa de capital, la data decontării[3].

Acţiunile nominative, prin faptul că se cunoaşte proprietarul lor, au fost considerate ca fiind un mijloc de control al acţionariatului de către societate[4].

În prezent acţiunile nominative reprezintă regula, iar acţiunile la purtător excepţia.

2.2. Acţiunile la purtător

2.2.1. Aspecte cu caracter general privind acţiunile la purtător

Acţiunile la purtător sunt acele acţiuni al căror proprietar nu este cunoscut. Proprietarul acestor acţiuni este posesorul lor. Pe titlu, acţiunile la purtător fiind emise în formă materială (caracteristică logică, dar care rezultă *per a contrario* din dispoziţiile art. 91 şi 98 din Legea nr. 31/1990), se înscriu în mod obligatoriu valoarea nominală şi caracteristicile societăţii emitente [art. 93 alin. (1) şi (2)]. Acţiunile la purtător sunt considerate a fi bunuri mobile propriu-zise, neprecizându-se dacă prin aceasta se înţelege un caracter de „bunuri corporale"[5].

---

[1] Articolul 171 C.com. avea următorul conţinut: „Proprietatea acţiunilor nominative se stabileşte prin înscrierea lor în registrul arătat în alin. (1) al articolului 142. Cesiunea acestor acţiuni se face printr-o declaraţiune pe acelaşi registru".

[2] C.A. Bucureşti, Sector I, secţ. com., dec. din 1927, apud *S. Ionescu, L. Preuţescu*, Codul comercial comentat şi adnotat, Ed. Tribuna, Craiova, 1994, p. 240-241.

[3] În maxim trei zile lucrătoare de la data efectuării tranzacţiei pe piaţa de capital.

[4] *D.D. Şaguna, M.R. Popescu*, Societăţi comerciale europene, Ed. Oscar Print, 1996, Bucureşti, p. 177.

[5] *Gh. Piperea*, Societăţi comerciale, piaţa de capital, acquis comunitar, Ed. All Beck, 2005, Bucureşti, p. 260.

Considerăm că acţiunile la purtător emise conform legislaţiei române sunt bunuri mobile corporale, întrucât nu pot circula decât în formă materială.

Acţiunile la purtător pot fi convertite în acţiuni nominative şi invers prin hotărârea adunării generale extraordinare a acţionarilor, în temeiul art. 113 lit. i^1) din Legea nr. 31/1990, cu majoritatea cerută de art. 115.

Acţiunile la purtător reprezintă, în concepţia tradiţională, titluri de capital al căror proprietar nu este menţionat pe titlu[1]. Această gândire elimină din start ipoteza ca acţiunile la purtător să fie emise în formă dematerializată.

Profesorul I.L. Georgescu arăta că regula *„en fait de meuble possesion vaut titre"*, consacrată în dreptul comun român de art. 1909 C.civ. este perfect valabilă în privinţa acţiunilor la purtător[2]. În acelaşi timp, jurisprudenţa franceză a stabilit aplicarea acestui principiu în privinţa titlurilor la purtător[3].

Legiuitorul modern, menţinând această formă vetustă acţiunilor, le-a plasat în zona excepţiei şi nu a regulii. Astfel, potrivit art. 92 alin. (2) din Legea nr. 31/1990, acţiunile neplătite în întregime sunt întotdeauna nominative, înlăturând astfel posibilitatea introducerii în circuitul juridic a unor acţiuni la purtător pentru care nu au fost achitate integral vărsămintele ca urmare a subscrierii lor.

Acţiunile la purtător, specii ale titlurilor de creanţă la purtător, sunt mijloacele cele mai adecvate prin care a fost explicată teoria încorporării dreptului în titlu. Această teză a fost susţinută în doctrina română, îndeosebi în materia titlurilor de creanţă: „Dreptul de proprietate asupra titlurilor şi dreptul de creanţă pe care acesta îl constată se confundă; dreptul de creanţă nu există fără titlu, nu poate fi realizat decât de posesorul legitim al titlului"[4].

Profesorul Stoica arată că „în ipoteza titlurilor de valoare la purtător, dreptul de proprietate asupra înscrisului devine drept de proprietate asupra creanţei constatate prin înscris. Într-adevăr, deşi dreptul de creanţă este incorporal, posesia lui este posibilă prin posesia înscrisului în a cărui materialitate s-a încorporat creanţa. Astfel, dreptul de creanţă devine obiectul unui drept real, dreptul de proprietate. Fiind obiectul unui drept patrimonial, dreptul de creanţă devine un adevărat bun incorporal"[5].

Adversarii teoriei încorporării în materia acţiunilor au susţinut că „acţiunea nu trebuie confundată cu un titlu abstract necauzal, cum este cambia"[6], întrucât ea rămâne un titlu cauzal[7]. Din această perspectivă, profesorul Piperea consideră că acţiunile dematerializate, „nefiind constatate printr-un înscris cu valoare comercială care să constituie titlul lor, nu prezintă caracteristicile esenţiale ale titlului de valoare, anume: nu încorporează drepturi de creanță, nu pot conferi creanței autonomie față de raportul juridic fundamental și nici certitudinea pe care i-ar da-o acesteia literalitatea."[1]

---

[1] *I.L. Georgescu*, op. cit., vol. II, 2002, p. 490; *St.D. Cărpenaru*, op. cit., 1996, p. 287.

[2] *I.L. Georgescu*, op. cit., p. 490. Autorul citează şi o soluţie jurisprudenţială italiană din perioada interbelică ce confirmă această aserţiune, Cas. it. 21 martie 1939, în Riv. dir. comm., nr. 531.

[3] Cass. Civ. 4 iulie 1876, menţionată în Code civil, 107e édition, Dalloz, 2008, p. 2261.

[4] *I. Turcu*, Teoria şi practica dreptului comercial român, vol. II, Ed. Lumina Lex, Bucureşti, 1998, p. 83.

[5] *V. Stoica*, op. cit., p. 39, n. 36.

[6] *Gh. Piperea*, Drept comercial, vol. II, Ed. C.H. Beck, Bucureşti, 2009, p. 132.

[7] Ibidem.

Trebuie precizat și faptul că Noul Cod civil acordă o protecție sporită deținătorilor titlurilor la purtător, stipulând în cadrul art. 1591 că debitorul care a emis titlul la purtător rămâne ținut față de orice deținător de bună-credință, chiar dacă demonstrează că titlul a fost pus în circulație împotriva voinței sale. De asemenea, conform art. 1592 NCC, cel care a fost deposedat în mod nelegitim de un titlu la purtător nu îl poate împiedica pe debitor să plătească creanța celui care îi prezintă titlul decât prin comunicarea unei hotărâri judecătorești. În acest caz, instanța se va pronunța pe cale de ordonanță președințială.

În lumina acestor considerente, o primă întrebare care se ridică atunci când se realizează o cercetare a acțiunilor la purtător este aceea dacă acestea nu pot fi emise *de lege lata* decât sub formă materială în România sau există și posibilitatea emiterii acțiunilor la purtător dematerializate?

Cea de-a doua chestiune importantă care este necesar a fi lămurită în privința acțiunilor la purtător este aceea dacă, în ipoteza în care acestea pot fi emise în formă dematerializată, vor putea fi admise la tranzacționare într-un sistem multilateral de tranzacționare, respectiv piață reglementată sau sistem multifuncțional (alternativ) de tranzacționare)?

În sfârșit, trebuie arătat că, într-o perioadă în care acțiunile la purtător aveau o mai largă răspândire, în 1970, a fost încheiată o Convenție Internațională la Haga de către statele membre ale Consiliului Europei cu privire la dreptul de a bloca transferul titlurilor la purtător cu circulație internațională („Convention relating to stops on bearer securities in international circulation")[2]. Această convenție avea drept obiectiv blocarea transferului acțiunilor la purtător pierdute pe care adevăratul proprietar le-a pierdut sau i-au fost furate printr-un mecanism operabil la nivel internațional. Convenția viza acele instrumente financiare apte să fie tranzacționate la bursă, calificate drept titluri la purtător sau supuse unui regim juridic al transferului care le făcea să circule ca și titluri la purtător (art. 2). Pentru a îi fi aplicabilă respectiva convenție, titlul la purtător trebuia înscris pe o listă ținută de secretariatul general al Consiliului Europei, după consultarea Federației Internaționale a Burselor de Valori. De asemenea, în această listă puteau fi înscrise numai acțiuni care erau tranzacționate la bursa de valori sau pe o piață care publica în mod regulat prețurile în minim două state ale Consiliului Europei (art. 3). Blocarea transferului titlurilor la purtător era prevăzut a se face printr-o notificare transmisă de autoritatea competentă din statele semnatare către un oficiu central înființat în structura Consiliului Europei.

Nefiind ratificată de suficiente state membre, apoi unele dintre ele denunțând acordul, această convenție nu a fost pusă în mod efectiv în executare. Legislațiile statelor membre au început apoi să se modifice, introducându-se pe o scară mai largă titlurile dematerializate, care circulau în formă electronică, astfel încât prevederile acestei convenţii au devenit desuete, fără utilitate practică deosebită.

---

[1] Ibidem. Prof. Piperea face o distincție între acțiunile emise în formă materială, care ar avea natura juridcă de titluri de valoare și acțiunile dematerializate, care nu sunt titluri de valoare, neavând literalitate.

[2] http://conventions.coe.int/Treaty/en/Treaties/Html/072.htm.

2.2.2. Forma în care pot fi emise acţiunile la purtător

Interpretând sistematic legea română a societăţilor comerciale, ar rezulta, la prima vedere, că acţiunile la purtător nu pot fi emise decât în formă materială şi, pe cale de consecinţă, nu pot fi tranzacţionate pe piaţa de capital, fie că este vorba de o piaţă reglementată, fie de un sistem multifuncţional de tranzacţionare.

Potrivit dispoziţiilor art. 91 alin. (1) şi (2) din Legea nr. 31/1990, acţiunile emise de societăţile pe acţiuni pot fi nominative sau la purtător, iar acţiunile nominative pot fi emise în formă materială sau dematerializate.

De asemenea, potrivit prevederilor art. 99 din acelaşi act normativ, dreptul de proprietate asupra acţiunilor la purtător se transferă prin simpla tradiţiune a acestora.

Aparent, tradiţiunea este tratată în doctrina tradiţională ca fiind incompatibilă cu bunurile incorporale, însă, există argumente suficient de puternice în sprijinul unei interpretări moderne a noţiunii de tradiţiune, care să includă şi transmiterea unor bunuri fără corp material[1].

Aşadar, simpla prevedere că dreptul de proprietate asupra acţiunilor la purtător se transmite prin tradiţiune apare a fi incompletă pentru a limita, doar pentru acest motiv, emiterea acestor titluri doar la forma materială.

O altă normă care ar întări caracterul de bun corporal al acţiunilor la purtător vizează condiţiile în care aceste acţiuni conferă dreptul de vot în cadrul adunărilor generale. Dreptul comun în materie societară, Legea societăţilor comerciale, stipulează în cadrul art. 123 alin. (1), obligaţia acţionarilor care posedă acţiuni la purtător de a le depune la locurile arătate prin actul constitutiv sau prin înştiinţarea de convocare, cu cel puţin 5 zile înainte de adunare, în situaţia în care doresc să-şi exercite dreptul de vot.

În acelaşi timp, apreciem că dispoziţiile art. 91 din Legea nr. 31/1990 nu pot susţine îndeajuns de solid teza „materialităţii" acţiunilor la purtător, chiar dacă se menţionează posibilitatea emiterii acestora în formă dematerializată numai în cazul acţiunilor nominative.

Pe de altă parte însă, admiţându-se emiterea de acţiuni la purtător în formă dematerializată, înscrise în cont, se diluează până la dispariţie caracterul principal al acestor acţiuni, acela de a permite ca proprietarul lor să fie necunoscut oricărui terţ, inclusiv societăţii, până la data ţinerii adunării generale. Şi în acest caz, apreciem că o interpretare modernă a noţiunii de depunere ar putea conduce la concluzia că societatea ar putea să primească, în termenul legal, anterior şedinţei adunării generale, într-un cont special electronic, acţiunile la purtător care au drepturi de vot ataşate.

Elementul esenţial care împiedică emiterea unei acţiuni la purtător în formă dematerializată îl reprezintă faptul că, într-o asemenea ipoteză s-ar produce o deplină confuzie cu acţiunea nominativă dematerializată. Acţiunile dematerializate care sunt emise, subscrise şi înscrise apoi în contul subscriitorului permit, prin accesarea sistemului informatic respectiv, identificarea proprietarului. Accesarea se poate realiza, desigur numai de către persoanele autorizate, respectiv depozitar central (societate care efectuează operaţiunile de registru) sau intermediar autorizat (broker). În cazul ipotetic în care ar fi vorba de acţiuni la purtător dematerializate emise de o societate nelistată, pentru realizarea transferului de proprietate prin transmitere din cont în cont, societatea emitentă ar fi îndrituită să efectueze astfel de operaţiuni, dacă aceasta va fi entitatea care va ţine registrul acţionarilor. Deţinerea de acţiuni la purtător dematerializate ar trebui evidenţiată într-un registru electronic pentru a fi opozabilă.

---

[1] Prof. Fr. Deak, cu privire la darul manual, acceptă o tradiţiune a unor bunuri incorporale, pe calea transmiterii din cont în cont, *Fr. Deak*, op. cit., p. 152.

În acelaşi timp, o tradiţiune electronică presupune o transmitere din cont în cont, ceea ce are drept rezultat debitarea contului de acţiuni al vânzătorului şi creditarea contului de acţiuni al cumpărătorului, operaţiune care nu permite realizarea vreunei distincţii între eventualele feluri în care sunt emise acţiunile, nominative sau la purtător.

În aceste condiţii, chiar dacă se achiesează la teza tradiţiunii electronice este absolut lipsit de relevanţă dacă acţiunile respective sunt la purtător sau nominative, întrucât sunt supuse aceluiaşi regim juridic.

2.2.3. Soluţia din dreptul francez în privinţa formei în care sunt emise acţiunile la purtător

Şi în această materie, ca şi în atât de multe altele, legiuitorul francez, după ce a inspirat în mod substanţial legiuitorul român, a accelerat adaptarea normelor juridice la relaţiile sociale şi economice existente, lăsând mult în urmă soluţiile normative din dreptul nostru.

În dreptul francez, prin Legea dematerializării nr. 81-1160 din 30 decembrie 1981[1] au fost dematerializate, în temeiul art. 94-II, toate valorile mobiliare emise pe teritoriul francez şi supuse legislaţiei franceze. Dematerializarea a vizat atât acţiunile cotate la cota oficială a unei burse sau în compartimentul special al pieţei titlurilor necotate, cât şi cele necotate, acestea din urmă fiind în mod obligatoriu înscrise în contul ţinut de societatea emitentă în numele proprietarului titlurilor.

Nemaiavând după punerea în aplicare a legii dematerializării un suport material, acţiunile la purtător au ieşit de sub regimul juridic al bunurilor mobile corporale[2].

Dispoziţiile art. 228-2 din Codul comercial francez stabilesc o procedură specială de identificare a proprietarilor acţiunilor la purtător dematerializate de către societatea emitentă.

Astfel, în vederea identificării deţinătorilor de titluri la purtător, statutele pot prevedea faptul că societatea emitentă are dreptul de a solicita în orice moment, în schimbul unei plăţi, depozitarului central care asigură gestionarea contului de emisiuni a titlurilor sale, după caz, numele sau denumirea, naţionalitatea, anul de naştere sau anul înfiinţării şi adresa deţinătorilor de titluri care conferă dreptul de vot în propriile adunări ale acţionarilor cât şi numărul titlurilor deţinute de fiecare, şi dacă este cazul restricţiile pe care le impun aceste titluri.

---

[1] JORF du 31 décembre 1981, page 3539.

[2] *Ph. Merle*, Droit commercial. Sociétés commerciales, Dalloz, 11e édition, Paris, 2007, p. 335.

Informaţiile sunt colectate de către depozitarul central menţionat mai sus de la instituţii afiliate care gestionează conturi, şi care le comunică într-un termen fixat printr-un decret al Consiliului de Stat. În termen de 5 zile lucrătoare de la primirea informaţiilor, depozitarul central le va aduce la cunoştinţa societăţii.

În cazul în care termenul fixat prin decret nu este respectat sau dacă informaţiile furnizate de instituţia care gestionează conturile sunt incomplete sau greşite, depozitarul central poate solicita,executarea obligaţiei de comunicare a informaţiilor preşedintelui tribunalului de primă instanţă, în regim de urgenţă şi sub sancţiunea amenzii.

Societatea emitentă, după ce a urmat procedura sus-menţionată şi în baza listei transmise de către depozitarul central mai sus menţionat, are posibilitatea de a solicita, fie prin intermediul depozitarului central fie direct, în aceleaşi condiţii, persoanelor ce figurează pe această listă şi pentru care societatea estimează că ar putea fi înscrisă în conturile acestora, informaţiile privind proprietarii titlurilor la purtător.

Aceste persoane sunt ţinute, atunci când au calitatea de intermediar, de a dezvălui identitatea proprietarilor acestor titluri. Informaţia este furnizată direct intermediarului menţionat care gestionează contul, acesta din urmă având obligaţia de a o transmite, după caz, societăţii emitente sau depozitarului central mai sus menţionat.

Conform art. 228-2 pct. III, informaţiile obţinute de societate nu pot fi transmise nici cu titlu gratuit. Orice încălcare a acestei dispoziţii este pedepsită fiind considerată infracţiune.

Procedura prevăzută de art. 228-2 vizează atât acţiunile la purtător tranzacţionate pe piaţa de capital, cât şi acele acţiuni, neadmise la tranzacţionare, dar care conferă drepturi de vot în cadrul adunărilor generale ale acţionarilor, precum şi alte instrumente care au o asemenea vocaţie: obligaţiuni convertibile sau rambursabile în acţiuni, bonuri de subscriere etc.[1]

2.2.4. Pot fi admise la tranzacţionare într-un sistem multilateral de tranzacţionare acţiunile la purtător?

Potrivit art. 37 alin.(1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005[2], „valorile mobiliare admise în sistemul depozitarului central sunt dematerializate şi evidenţiate în conturi electronice, în conformitate cu prevederile legale în vigoare". În conformitate cu dispoziţiile art. 143, 145 şi 146 din Legea pieţei de capital, pe piaţa de capital din România nu pot fi efectuate operaţiuni cu instrumente financiare, inclusiv transferuri ale dreptului de proprietate, decât în sistemul depozitarului central.

Nu există *de lege lata* nicio normă expresă care să impună caracterul nominativ acţiunilor tranzacţionate pe piaţa de capital. Dacă este acceptată teza emiterii acţiunilor la purtător în formă dematerializată, niciun alt impediment legal nu opreşte admiterea la tranzacţionare a unor acţiuni la purtător, valori mobiliare înregistrate în sistemul depozitarului central, care nu diferă din punct de vedere al regimului juridic de regulile principale de drept care guvernează acţiunile nominative. Transferul dreptului de proprietate asupra unor acţiuni la purtător dematerializate ar urma să se realizeze în condiţiile art. 145 din Legea nr. 297/2004, în sistemul depozitarului central.

---

[1] *Ch. Muller*, L'identification des actionnaires, Thèse, 2002, Université de droit Robert Schumann Strasbourg, p. 41, n. 56, http://cde.alsace.cnrs.fr/IMG/pdf/Muller-2.pdf.

[2] Aprobat prin Ordinul Preşedintelui C.N.V.M. nr. 60/2005, publicat în M.Of. nr. 983 din 4 noiembrie 2005.

Apreciem că este necesară, *de lege ferenda,* introducerea unei norme care să prevadă în mod expres toate caracteristicile pe care trebuie să le deţină titlurile ce au natura juridică de valori mobiliare, pentru a se evita atât confuziile, cât şi modalitatea greoaie de interpretare din punct de vedere teoretic, care conduce la o concluzie evidentă pentru orice participant la piaţa de capital: aceea că titlurile, inclusiv acţiunile, trebuie să fie dematerializate pentru a putea fi admise la tranzacţionare pe piaţa de capital.

Secţiunea a 3-a. Clasificarea în funcţie de drepturile conferite

În funcţie de drepturile conferite, acţiunile pot fi acţiuni ordinare şi acţiuni preferenţiale.

Acţiunile ordinare sunt acele acţiuni care conferă titularului drepturi obişnuite şi egale, stabilite prin dispoziţiile legale şi prin actul constitutiv.

Acţiunile preferenţiale sunt acele acţiuni care conferă titularului dreptul la un dividend prioritar. Acest dividend prioritar este „*prelevat asupra beneficiului distribuibil al exerciţiului financiar, înaintea oricărei alte prelevări*" [art. 95 alin. (1) lit. a) din Legea nr. 31/1990]. În schimbul dividendului prioritar, titularii acestor acţiuni pierd dreptul de a participa şi de a vota în adunările generale [art. 95 alin. (1) lit. b)].

Acţiunile cu dividend prioritar nu pot depăşi un sfert din capitalul social, având aceeaşi valoare nominală cu cea a acţiunilor ordinare.

Proprietarii acţiunilor cu dividend prioritar se constituie în adunări generale speciale (art. 96 din Legea nr. 31/1990), ţinute conform dispoziţiilor art. 116 alin. (1) din Legea nr. 31/1990.

Reprezentanţii legali, administratorii şi cenzorii (sau auditorii) nu pot fi titulari de acţiuni cu dividend prioritar fără drept de vot.

Secţiunea a 4-a. Clasificarea în funcţie de modul şi locul de transmitere al dreptului de proprietate

În funcţie de modul şi locul de transmitere al dreptului de proprietate, acţiunile pot fi necotate şi cotate pe o piaţă reglementată.

Acţiunile necotate sau nelistate sunt acţiunile emise de societăţi închise, neadmise la tranzacţionare pe nicio piaţă reglementată şi în niciun sistem alternativ de tranzacţionare. Aceste acţiuni nu sunt listate fie pentru că nu îndeplinesc criteriile legale de admitere la tranzacţionare, fie pentru că acţionarii au decis în acest sens.

Acţiunile cotate sau listate sunt acele acţiuni care sunt tranzacţionate pe o piaţă reglementată sau într-un sistem multifuncţional de tranzacţionare având caracterul de valori mobiliare şi fiind supuse prevederilor Legii pieţei de capital nr. 297/2004 şi ale reglementărilor C.N.V.M.

Trebuie specificat şi faptul că pe platforma de tranzacţionare a Bursei de Valori Bucureşti se tranzacţionează şi aşa-zisele acţiuni necotate, tranzacţionate pe *Piaţa Unlisted*.

Piaţa Unlisted era definită în Regulamentul nr. 4 al B.V.B.[1] ca fiind piaţa principală a instrumentelor financiare care nu sunt înscrise la cota bursei. În prezent, datorită abrogării Regulamentului nr. 4 prin Codul Bursei de Valori Bucureşti SA – operator de piaţă[2], *Piaţa Unlisted* nu este supusă niciunei reglementări legale. Regimul juridic aplicabil societăţilor tranzacţionate pe această piaţă nefiind precizat prin norme speciale, reiese că singurele norme de drept incidente în privinţa societăţilor respective sunt cele de drept comun, stipulate de Legea societăţilor comerciale.

Este fără putinţă de tăgadă faptul că acţiunile cotate (listate) se tranzacţionează într-o modalitate simplă, evitându-se formalităţile greoaie ale cesiunii de creanţă sau cesiunii părţilor sociale, fiind, totodată, cel mai important mijloc de finanţare pentru marile companii[3].

Acţiunile cotate se împart, conform sistemului legislativ conturat de Directiva 2004/39/CE, în acţiuni admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată şi acţiuni admise la tranzacţionare în cadrul unui sistem multifuncţional (alternativ) de tranzacţionare).

Acţiunile tranzacţionate exclusiv pe pieţe de tip OTC reprezintă o categorie mixtă, întrucât transferul lor se realizează de regulă cu celeritate, prin mijlocirea unui intermediar autorizat, în cadrul unui sistem bilateral de tranzacţionare şi nu prin declaraţie în registrul acţionarilor, bucurându-se de o negociabilitate sporită faţă de acţiunile nelistate propriu-zise.

---

[1] Regulamentul nr. 4 al B.V.B. a fost abrogat expres de Codul Bursei de Valori Bucureşti SA, Cartea I, „Piaţa reglementată la vedere”, însă prevederile sale referitoare la alte pieţe, între care şi piaţa acţiunilor nelistate, care se tranzacţionează pe platforma B.V.B. nu au fost încă înlocuite de vreo prevedere a Codului B.V.B., cu toate că *Piaţa Unlisted* funcţionează şi în momentul de faţă.

[2] Aprobat prin decizia C.N.V.M. nr. 3390/2006 şi prin decizia C.N.V.M. nr. 720/2007.

[3] *V. Moyner*, Droits des sociétés, Ed. Dalloz, 2002, p. 197.

Titlul II. Definiția și caracterele juridice ale contractului de vânzare-cumpărare de acțiuni

Capitolul I. Contract de vânzare-cumpărare de acțiuni sau cesiune de creanță?

Un examen riguros al tranzacțiilor având drept obiect acțiuni, listate sau nelistate, presupune *ab initio* găsirea răspunsului corect din punct de vedere juridic la întrebarea: transmiterea acțiunilor este supusă regimului juridic al contractului de vânzare-cumpărare sau al cesiunii de creanță? Este acțiunea o simplă creanță asupra societății, care să justifice, în forme și condiții specifice, aplicarea normelor juridice care conturează cesiunea unei creanțe, sau reprezintă un bun susceptibil de a fi apropiat, care poate face obiectul dreptului de proprietate și, în consecință supus regulilor de drept din materia contractului de vânzare-cumpărare?

În cercetarea acestor aspecte este necesar a se porni de la natura raporturilor juridice create între acționar și societatea emitentă.

Secțiunea 1. Raportul juridic dintre acționar și societate

Într-un limbaj colocvial, acționarii sunt denumiți drept „proprietarii societății". O astfel de susținere este vădit incorectă, dacă acceptăm principiul potrivit căruia o persoană nu poate deține în patrimoniu dreptul de proprietate asupra altei persoane. Or, societatea comercială este o persoană juridică, chiar dacă reprezintă o ficțiune juridică. Raporturile dintre două persoane de drept privat nu pot avea o natură diferită de cele stabilite de normele de drept privat. Astfel, nu pot exista alte raporturi decât cele născute din contracte, cvasicontracte, delicte sau cvasidelicte.

În principiu, raporturile dintre o persoană care deține acțiuni ale unei societăți comerciale și acea societate au o natură contractuală, și, în analiza noastră, aceste relații sunt importante.

Raportul juridic de natură contractuală dintre acționar și societate ia naștere în momentul în care o persoană achiziționează, indiferent sub ce formă - ca fondator, ca subscriitor într-o ofertă publică la constituirea societății, prin cumpărare de acțiuni de la un subscriitor inițial, ca subscriitor într-o operațiune de majorare de capital social - acțiuni ale acelei societăți. În acel moment legea prezumă că persoana respectivă și-a exprimat adeziunea la actul constitutiv. Normele legale în vigoare nu impun ca o persoană, care nu are calitatea de fondator al societății, să semneze actul constitutiv, adică să-și exprime printr-o exteriorizare manifestă de voință acest acord de a intra în relații contractuale cu societatea emitentă.

Încă din perioada interbelică, profesorul Planiol[1] a arătat că un asociat poate avea două patrimonii: unul al său personal și o parte din patrimoniul societății, între aceste

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

---

[1] *M. Planiol*, Traité Elémentaire de Droit Civil, 1938, vol. I, n. 2259.

două patrimonii existând raporturi obligatare, la fel ca şi între persoane. Patrimoniul particular al asociatului nu se confundă cu cel al societăţii, iar cât timp durează societatea este numai creditorul societăţii. Asociatul devine proprietar al unei părţi din capital numai în ziua lichidării societăţii. În aceste condiţii asociatul are un drept mobiliar, ca orice creanţă, chiar atunci când capitalul social est imobiliar. Se înlătura complet ideea că asociaţii sunt coproprietari actuali ai capitalului social.

Această teorie a existenţei mai multor patrimonii care să aibă acelaşi titular a fost nuanţată în literatura juridică a dreptului civil, introducându-se noţiunea de divizibilitate a patrimoniului şi aceea de mase patrimoniale[1].

Prin dobândirea calităţii de acţionar, o persoană dobândeşte mai multe drepturi, unele personale nepatrimoniale (dreptul la informare, dreptul de a participa la adunarea generală), altele personale patrimoniale (dreptul la dividende).

Este important de subliniat faptul că niciun drept derivat din calitatea de acţionar nu conferă titularului o putere asupra patrimoniului societăţii sau asupra activelor acesteia.

Singurul drept conferit de calitatea de acţionar care aduce în discuţie existenţa unei puteri a acţionarului asupra activelor societăţii este dreptul la o cotă din activul net în cazul lichidării. Acest drept însă poate fi exercitat numai în situaţia în care societatea emitentă intră în lichidare.

În aceste circumstanţe, este necesar să se realizeze o distincţie deosebit de clară între proprietatea asupra acţiunii, bun mobil necorporal şi raporturile juridice dintre acţionar şi societatea emitentă, născute, este adevărat, din calitatea de acţionar.

Pe de altă parte, nu poate fi adus niciun argument solid împotriva tezei că acţiunea poate face obiectul dreptului de proprietate. Acţionarul devenind proprietarul acţiunii nu devine însă şi proprietarul real al unei părţi din capitalul social, întrucât acţiunea numai în momentul emisiunii reprezintă un fragment din capitalul social. Imediat după ce a fost emisă, acţiunea nu mai reflectă fracţiunea respectivă din capitalul social, întrucât valoarea ei reală nu mai este valoarea de emisiune, ci valoarea de piaţă. Chiar dacă valoarea de emisiune ar coincide la un moment cu valoarea de piaţă, acţionarul nu are nicio putere asupra niciunei părţi din sumele de bani sau activele incluse în capitalul social al societăţii emitente. Această putere o are numai consiliul de administraţie sau directorii societăţii, care îndeplinesc *ope legis*, dar şi în baza contractului de societate, funcţia de mandatari ai acţionarilor.

Aşadar, susţinerea potrivit căreia acţionarii sunt proprietarii unor părţi din capitalul social nu se bucură de acurateţe juridică. În realitate, ei nu deţin în baza calităţii de acţionar niciun drept asupra vreunui activ sau sume de bani a societăţii.

Ei nu sunt nici creditori ai societăţii cu privire la valoarea acţiunilor deţinute în patrimoniu, întrucât ei nu pot solicita societăţii emitente să le răscumpere acţiunile decât în anumite situaţii, limitativ prevăzute de normele incidente, când li se oferă posibilitatea retragerii din societate (spre exemplu, în cazurile prevăzute de art. 134 din Legea nr. 31/1990, în cazurile prevăzute de art. 206 şi 242 din Legea nr. 297/2004).

---

[1] *V. Stoica*, op. cit., p. 7-13.

Secţiunea a 2-a. Analiză comparativă: vânzarea acţiunilor şi cesiunea de creanţă

2.1. Asemănări şi deosebiri

Stabilirea naturii juridice a acţiunii are efecte directe asupra regimului juridic aplicabil cesiunii acesteia. Dacă acţiunea are natura de drept personal patrimonial atunci vor fi aplicabile regulile cesiunii de creanţă, iar dacă are o natură de bun mobil atunci vor fi incidente normele care reglementează contractul de vânzare-cumpărare.

O serie de deosebiri rezultă în mod indubitabil între aceste două operaţiuni juridice:

a) cesiunea de creanţă presupune respectarea cerinţelor prevăzute de textele din Codul civil pentru **opozabilitate**, respectiv notificarea debitorului cedat sau acceptarea prin act autentic de către acesta (art. 1579 NCC), în timp ce asigurarea opozabilităţii în cazul vânzării acţiunilor se realizează prin înscrierea tranzacţiei în registrul acţionarilor, ţinut de societate a emitentă sau de o societate de registru (în cazul acţiunilor nelistate) sau de către depozitarul central, în cazul acţiunilor listate.

b) cesiunea de creanţă presupune transmiterea obligaţiei, pe când înstrăinarea acţiunii presupune transmiterea dreptului real de proprietate.

c) cedentul răspunde în limita preţului cesiunii [art. 1585 alin. (3) NCC], iar acţionarul vânzător răspunde pentru evicţiune în conformitate cu preţul de piaţă din momentul evicţiunii, dacă acesta este superior preţului plătit de cumpărător.

În ceea ce priveşte asemănările între cesiunea de creanţă şi vânzarea acţiunilor, din analiza celor două operaţiuni juridice se putea identifica:

a) nici în cazul cesiunii de creanţă, nici în situaţia vânzării acţiunilor nu este necesar consimţământul debitorului cedat, respectiv al societăţii emitente, faţă de care acţionarul deţine un titlu de creanţă;

b) atât creanţa, cât şi acţiunea reprezintă bunuri incorporale.

2.2. Acţiunea-obiect al dreptului de proprietate sau creanţă împotriva emitentului?

Pentru a răspunde la întrebarea dacă acţiunea este un obiect al unui drept de proprietate sau reprezintă o creanţă asupra emitentului este necesară o analiză a prerogativelor deţinute de un acţionar asupra acţiunilor pentru a stabili fără echivoc regimul juridic aplicabil.

În ipoteza în care, în urma verificării acestor prerogative, rezultă că sunt întrunite toate elementele esenţiale ale dreptului de proprietate, atunci este evident că sunt aplicabile regulile de drept care guvernează contractul de vânzare-cumpărare. În schimb, în situaţia în care puterile unui acţionar asupra acţiunilor deţinute prezintă mai degrabă similitudini cu situaţia unui creditor, atunci va rezulta necesitatea aplicării unui regim juridic asemănător cu cel al cesiunii de creanţă.

2.2.1. Normele legale din dreptul român şi din dreptul francez

Dispoziţiile legale incidente atât cele de drept comun, cuprinse în Legea societăţilor comerciale nr. 31/1990, cât şi cele speciale din Legea nr. 297/2004 privind piaţa de capital indică, prin terminologia utilizată, existenţa unui drept real de proprietate asupra acţiunilor, precum şi aplicarea regimului juridic al transmiterii dreptului de proprietate şi nu al cesiunii de creanţă.

Prevederile art. 98 din Legea nr. 31/1990 fac vorbire de „dreptul de proprietate" care „se transmite" (norma acoperă toate modalităţile de transmitere a dreptului de proprietate, atât cele cu titlu oneros – vânzarea, schimbul, tranzacţia etc. cât şi cele cu titlu gratuit – donaţia).

Tot astfel, dispoziţiile art. 145 din Legea nr. 297/2004 utilizează sintagma „transferul dreptului de proprietate". Prevederile art. 79 şi 81 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005 fac vorbire de asemenea de „transferul dreptului de proprietate", în timp ce art. 80 din acelaşi regulament menţionează că „valorile mobiliare pot fi înstrăinate". În mod asemănător, Codul monetar şi financiar francez reglementează în art. L 211-17 alin. (1) transferul proprietăţii.

Rezultă din terminologia legală folosită că legiuitorul a vizat fără îndoială pentru transferul prerogativelor asupra acţiunilor regimul juridic aplicabil transmiterii dreptului de proprietate şi nu cel al cesiunii de creanţă.

Cu toate acestea, teoretic, în absenţa unei calificări legale exprese, ne putem afla în prezenţa unei simple inabilităţi terminologice atunci când normele de drept indică o transmitere a dreptului de proprietate şi nu cesiunea unei creanţe. Din ansamblul celorlalte norme incidente s-ar putea susţine că rezultă o apropiere mai degrabă de regulile cesiunii de creanţă decât de cele ale contractului de vânzare-cumpărare. Prezentând argumentele care susţin ambele teze, vom încerca să conturăm o justificare corectă din punct de vedere legal a susţinerii conform căreia, în cazul transmiterii acţiunilor (a valorilor mobiliare în general), sunt pe deplin aplicabile regulile de drept ale contractului de vânzare-cumpărare şi nicidecum cele ale cesiunii de creanţă.

În unele sisteme de drept se precizează neechivoc caracterul real al acţiunii. Oficiul Valorilor Mobiliare din Belgia, în dicţionarul redactat pentru informarea investitorilor cu privire la vocabularul utilizat pe piaţa de capital, defineşte acţiunea ca reprezentând o parte din capitalul social al unei societăţi, fiecare titlu fiind „un drept de proprietate"[1].

2.2.2. Argumente în sprijinul tezei cesiunii de creanţă

Concepţia tradiţională în privinţa valorilor mobiliare în general şi a acţiunilor în special a susţinut că acestea sunt drepturi de creanţă, societatea emitentă având rolul de debitor[2].

Profesorul Cărpenaru arăta că, în schimbul aporturilor, asociaţii dobândesc părţi de interes, care le conferă un drept de creanţă împotriva societăţii, de o natură specială, cu caracter social"[3]. Uneori s-a arătat că acţiunile nominative „îşi păstrează caracteristica de drepturi de creanţă"[1], fără a se raporta acest caracter juridic la modul de transfer al dreptului.

---

[1] http://www.valeursmobilieres.be/fr_lexique.htm.

[2] *G. Ripert*, Aspects juridiques du capitalisme moderne, 2e éd., LGDJ; 1951, n. 44; *G. Ripert, R. Roblot*, Traité de droit commercial, 13e éd., tomme 2, LGDJ, Paris, 1992, p. 44; *P. Didier*, Les biens négociables, Aspects actuels du droit des affaires, mélanges en l'honneur du Y. Guyon, Dalloz, 2003, p. 339.

[3] *St.D. Cărpenaru*, Drept comercial român, Ed. All, 1996, p. 191.

În acelaşi timp, în doctrina franceză s-a susţinut absenţa unui drept direct şi exclusiv asupra acţiunilor[2], situaţie care ar împiedica calificarea dreptului acţionarului asupra acţiunilor ca fiind un drept real. S-a arătat că sentimentul de apropiere exclusivă a acţionarului asupra acţiunilor sale nu este suficient pentru a suda legătura între dreptul personal şi dreptul real pentru a-l face pe titular proprietarul dreptului său[3].

Susţinătorii teoriei **absenţei unui drept exclusiv** asupra valorilor mobiliare (acţiunilor) arată că nu există un astfel de drept datorită caracterului de bunuri fungibile, neindividualizate, al acestora, situaţie în care nu se poate determina asupra căror titluri poartă dreptul unei persoane pentru a se stabili cu claritate opozabilitatea faţă de terţi[4]. În acest mod, prin absenţa individualizării, ar dispărea caracterul de opozabilitate *erga omnes* care reprezintă o caracteristică esenţială a dreptului de proprietate.

De asemenea, în sprijinul tezei inexistenţei unui drept veritabil de proprietate asupra acţiunilor s-a afirmat că nu există un drept direct al acţionarului, lipsind astfel una dintre caracteristicile fundamentale ale dreptului de proprietate. S-a susţinut[5] că dreptul asupra acţiunilor prezintă similitudini cu dreptul de creanţă, întrucât satisfacerea sa depinde de concursul altor persoane, respectiv de voinţa şi solvabilitatea emitentului sau a depozitarului care realizează operaţiunile de registru[6], incluzând transferul dreptului de proprietate. Aceşti autori invocă o poziţie comună cu a creditorului pentru acţionarul confruntat cu o insuficienţă a numărului titlurilor emitentului, arătând că nu este admisibilă în acest caz o acţiune în revendicare[7]. O astfel de situaţie intervine, spre exemplu, atunci când, în cadrul unei emisiuni de acţiuni în care un acţionar subscrie în mod legal, i se anulează subscrierea, câştigă litigiul privind anularea subscrierii, însă toate acţiunile emise sunt atribuite unor alte persoane de bună-credinţă. Într-un asemenea caz se susţine că acţionarul îndreptăţit nu va putea revendica de la societate acţiunile acesteia[8].

În ciuda textelor legale evidente şi a poziţiei majorităţii doctrinei, au fost exprimate şi puncte de vedere extrem de radicale de către adepţii cesiunii de creanţă. Astfel, s-a argumentat că virarea instrumentelor financiare din cont în cont nu reprezintă forma unică în care se pot transmite acestea, întrucât cesionarul, dacă doreşte, poate recurge la formalismul cesiunii de creanţă din dreptul civil pentru a-şi asigura opozabilitatea în privinţa deţinerii titlurilor dobândite[9]. S-a afirmat şi că existența unei modalități simplificate de transmitere a instrumentelor financiare nu exclude aplicarea regimului juridic al cesiunii de creanță[1].

---

[1] *Gh. Piperea*, op. cit., Societăţi..., p. 260.

[2] *L. Cotret*, op. cit., p. 72 şi urm.

[3] *F. Nizard*, Les titres négociables, Thèse Paris II, Ed. Economica, 2003, n° 701, p. 325.

[4] *A. Reygrobellet*, Le droit de propriété du titulaire d'instruments financiers dématérialisés, R.T.D. com., n° 52, avril-juin, 1999, p. 309.

[5] *L. Cotret*, op. cit., p. 73.

[6] *F. Nizard*, op. cit., n° 697, p. 322.

[7] *L. Cotret*, op. cit., p. 74.

[8] Ibidem.

[9] *J. Honorat*, L'inscription en compte obligatoire des valeurs mobilières françaises, Defrénois, 1985, n° 20, p. 236.

O astfel de soluție ar fi, în opinia acestor autori, o aplicare a principiului *qui potest plus, potest minus.*

În doctrina contemporană, respingându-se caracterul de drept real asupra valorii înscrise în cont, însă acceptându-se *volens nolens* ideea încadrării în categoria bunurilor a lucrurilor incorporale, s-a exprimat temerea unei „hegemonii" a dreptului de proprietate[2], propunându-se un concept nou care să descrie relațiile dintre investitor și emitent, intermediar sau depozitar, acela de „titularitate" a dreptului înscris în cont.

2.2.3. Argumente în sprijinul tezei contractului de vânzare-cumpărare

În doctrina franceză s-a formulat la începutul anilor 60 ai secolului XX teza proprietății asupra creanței, arătându-se că este necesară tratarea creanței ca și bun incorporal, obiect al proprietății în aceeași măsură ca și bunurile corporale[3]. În acest sens, s-a subliniat că „din raportul obligațional derivă două raporturi juridice. Unul corespunde legăturii dintre creditor și debitor, ținut de obligația de a da, a face sau a nu face. Altul, corespunde obligației tuturor de a se abține de a atenta la drepturile creditorului asupra creanței sale și face dreptul creditorului opozabil *erga omnes.* Acest raport absolut merită pe deplin denumirea de „proprietate". Orice creditor este proprietarul creanței sale, el se bucură și dispune de ea ca un proprietar de bunul său, iar terții sunt ținuți în egală măsură să-i respecte dreptul"[4].

Teoria fost respinsă de mai mulți autori francezi, cu considerentul principal că nu toate drepturile sunt drepturi de proprietate, pentru că altfel ar dispărea ideea de proprietate însăși[5]. În combaterea teoriei proprietății asupra creanței s-a susținut și că aplicarea noțiunii de proprietate tuturor drepturilor patrimoniale îi afectează acesteia semnificația sa precisă, reducând-o la elementul de apartenență, de titularitate care este specific tuturor drepturilor subiective[6].

După realizarea dematerializării, în privința valorilor mobiliare, o parte din doctrina franceză a formulat și susținut conceptul existenței unui drept de proprietate asupra înscrierii în cont[7]. S-a arătat că titularul înscrierii în cont are un drept legat de categoria drepturilor reale prin puterea conferită de a utiliza direct şi imediat valorile mobiliare şi prin opozabilitatea absolută[1].

---

[1] *F.-X. Lucas*, notă privind decizia C.A. Versailles, 28 mai 1998, Bull. Joly. 1998, p. 1059, n° 5.

[2] *H. Causse*, Valeurs mobilières : un concept positif, în Les Petites Affiches, 21 Octobre 1994, n° 27, p. 8.

[3] *S. Ginossar*, Droit réel, propriété et créance – élaboration d'un système rationnel des droits patrimoniaux, Thèse, Ed. L.G.D.J., 1960, n° 34, p. 86.

[4] Ibidem, p. 86.

[5] *J. Dabin*, Une nouvelle définition du droit réel, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1962, p. 27.

[6] *G. Marty, P. Raynaud*, Droit civil, Les biens, Ed. Sirey, $2^{ème}$ édition, 1980, par P. Jourdain, n° 6, p. 5.

[7] *P. Didier*, Droit commercial, T. III, Le marché financier, les groupes de sociétés, Ed. PUF, Coll. Thémis droit privé, 1993, p. 65; *G. Ripert, R. Roblot*, Traité de droit commercial, 13e édition, tome 2, LGDJ, Paris, 1992, p. 44; *A. Reygrobellet*, La notion de valeur mobilière, Thèse Paris II, 1995, n° 1082.

Această teorie a fost criticată cu argumentul că nu trebuie realizată o confuzie între înscrierea în cont, care ar îmbrăca caracterele unui *instrumentum* şi dreptul de proprietate propriu-zis, care preexistă acestei înscrieri[2]. În acelaşi timp, adepţii tezei naturii juridice de drept de creanţă au susţinut că înscrierea în cont nu este, în realitate, decât o reprezentare a contului[3]. De altfel, adepţii teoriei creanţiere au dezvoltat critica adusă ideii de proprietate asupra contului, subliniind că, asemănător înscrierii, contul nu are o existenţă corporală, ci este o figură ce reprezintă fenomene juridice variate, neputând exista aşadar în mod independent faţă de conţinutul său[4].

Secţiunea a 3-a Acţiunea are natura unei creanţe *sui-generis* asupra emitentului, putând face obiectul dreptului de proprietate

Doctrina română recentă s-a exprimat neechivoc în sensul existenţei unui drept de proprietate asupra creanţelor, bunurilor mobile incorporale în general şi valorilor mobiliare dematerializate, în special: „În ipoteza valorilor mobiliare dematerializate, care nu se mai încorporează în substanţa unui înscris constatator, în măsura în care există un regim juridic special al transmiterii acestora, independent de orice suport material, dar care le face să fie privite prin valoarea lor intrinsecă, de piaţă, iar nu prin raportare la debitorul din raportul juridic obligaţional, se poate vorbi de un drept de proprietate asupra unui drept de creanţă"[5]. Nu altfel s-a pronunţat şi doctrina dreptului civil francez, care a arătat că bunurile sunt drepturi cu o valoare economică, ce nu presupun în mod necesar un suport material al unui lucru corporal[6].

Dezbaterile doctrinare cu privire la natura juridică a valorilor mobiliare, au fost tranşate în ultima perioadă, nu mai existând decât în mod excepţional susţinători ai ideii că acţiunea reprezintă o simplă creanţă asupra emitentului. Valorile mobiliare sunt considerate astăzi ca făcând parte din categoria bunurilor, „reglementate de dreptul civil aplicabil bunurilor sau cel puţin de un drept special al bunurilor"[7].

Fără a nega, în cazul acţiunilor (valorilor mobiliare) la purtător emise în formă materială, conceptul încorporării depline a dreptului în titlu, abordarea corectă a naturii contractului ce are ca obiect acţiunile emise de o societate comercială fie listată, fie nelistată, nu poate evita calificarea acţiunii nominative drept bun mobil incorporal, acțiunea la purtător emisă în formă materială (în Franța, prin Legea nr. 81-1160 din 30 decembrie 1981[1] toate valorile mobiliare, inclusiv cele la purtător au fost dematerializate) rămânând un bun mobil corporal.

---

[1] *R. Roblot*, La dématérialisation des valeurs mobilières, brochure A.N.S.A., n° 185, 1984, n 18.

[2] *D. Airault, M.-A Frizon-Roche et J. Revuz*, L'efficacité des cessions d'actions nominatives à l'égard de la société émettrice, Revue de Droit bancaire et bourse, mars-avril 1993, p. 70.

[3] *L. Cotret*, op. cit., p. 74.

[4] *J.-L. Rives-Lange, M. Contamine-Raynaud*, Droit bancaire, 6ème éd., Dalloz, 1995, n° 182, p. 172.

[5] *V. Stoica*, Drept civil. Drepturi reale principale, Ed. C.H. Beck, 2009, Bucureşti, p. 39-40.

[6] *J.L. Bergel, M. Bruschi, S. Cimamonti*, Traité de droit civil. Les biens, L.G.D.J., Paris, 2000, p. 1.

[7] *J. Granotier*, op. cit., p. 20.

În același sens, o opinie exprimată foarte recent în doctrina franceză[2] arată că „efectul corpolizant al teoriei încorporării dreptului în titlu, care a cunoscut o reconsiderare după dematerializarea valorilor mobiliare a permis cu toate acestea includerea anumitor tipuri de creanță în domeniul dreptului bunurilor și asimilarea lor cu lucrurile corporale, obiect al proprietății. Dezvoltarea capitalismului și necesitatea circulației instrumentelor născute de capitalism a impus supunerea lor dreptului bunurilor, într-o formă mai suplă și mai protectivă decât dreptul obligațiilor". Tot astfel, s-a subliniat că valorile mobiliare reprezintă „o varietate de obligații supuse regimului juridic al proprietății"[3].

În Luxemburg, chestiunea a fost tranșată fără ezitare pe cale legislativă. Astfel, prin dispozițiile art. 6 alin. (2) din Legea din 1 august 2001 referitoare la circulația titlurilor și a altor instrumente fungibile, se stabilește fără echivoc că titularul unor instrumente financiare deține un drept real de natură incorporală asupra tuturor titlurilor înscrise în contul său[4].

Acțiunea, bun mobil incorporal, **poate face așadar obiectul dreptului de proprietate**, ca orice alt bun, chiar dacă ea conferă o creanță împotriva emitentului.

Trebuie arătat și că tranzacționarea acțiunilor nu are drept cauză intenția cumpărătorului de a achiziționa o creanță asupra emitentului-debitor, ci se realizează în considerarea valorii economice a acesteia. Așadar, *causa remota* nu este aproape niciodată dobândirea unei creanțe asupra activului social în cazul lichidării societății. Ar fi și absurd și paradoxal să se întâmple astfel, întrucât nimeni nu dorește în principiu să devină acționar al unei societăți în pragul lichidării.

Cu toate acestea, sunt cazuri în care *causa remota* poate fi dobândirea unei cote părți din activul social rămas în urma lichidării, atunci când aceste active sunt considerabil mai valoroase decât valoarea de piață sau potențiala valoare de piață a acțiunilor societății. Cu alte cuvinte, în acele situații în care, activitatea societății nu este suficient de profitabilă sau chiar provoacă pierderi, menținerea sa în viață nu este rentabilă, fiind mult mai benefică pentru acționari lichidarea și împărțirea activului social. Într-o asemenea ipoteză, care are un caracterul excepțional, este posibil ca un investitor să achiziționeze acțiuni ale societății emitente doar pentru a dobândi un drept de creanță ce va fi valorificat cu ocazia lichidării. Având în vedere mecanismele juridice ale democrației societare, este limpede că decizia dizolvării va fi luată cu votul decisiv al acționarului majoritar, astfel încât, în mod normal, numai o persoană care va dobândi pachetul majoritar de acțiuni al unei societăți va avea drept scop dobândirea unei creanțe asupra activului net social al emitentului rămas ca urmare a lichidării. Pe de altă parte, acest obiectiv l-ar putea avea și o persoană care cunoaşte intenţia acţionarului majoritar de a lichida societatea şi are informaţii că activul social este sensibil superior pasivului.

---

[1] JORF du 31 décembre 1981, p. 3539.

[2] *J. Granotier*, op. cit., p. 39.

[3] *Y. Emerich*, Faut-il condamner la propriété des biens incorporels ? Réflexions autour de la propriété des créances, Les cahiers de droit, vol. 46, n° 4, 2005 p. 916, http://id.erudit.org/iderudit/043870ar.

[4] http://www.legilux.public.lu/leg/a/archives/2001/0106/a106.pdf#page=6.

Secţiunea a 4-a. Aplicarea regimului juridic al contractului de vânzare-cumpărare

În privinţa modalităţii juridice a transferului dreptului de proprietate, s-a reliefat[1] că aceasta „are vocaţia naturală de a fi încadrată şi reglementată de dreptul bunurilor (n.n. dreptul civil), în măsura în care acesta descrie maniera în care se naşte, exercită, dobândeşte şi transmite dreptul de proprietate".

Credem că există două argumente importante, născute din analiza unor instituţii juridice definitorii care caracterizează cesiunea de creanţă, care împiedică stabilirea naturii de cesiune de creanţă pentru actul translativ care se încheie la transmiterea acţiunilor de la un subiect de drept la altul. Prima instituţie o reprezintă asigurarea opozabilităţii faţă de terţi, iar cea de-a doua valoarea patrimonială a dreptului transmis.

4.1. Asigurarea opozabilităţii faţă de terţi a înstrăinării acţiunilor se realizează conform regulilor de publicitate din materia contractului de vânzare-cumpărare

Este indubitabil că regimul juridic al cesiunii de creanţă presupune un transfer al dreptului personal mai greoi, cauzat de necesitatea asigurării opozabilităţii prin anumite formule care implică acţiuni suplimentare din partea cesionarului (fie notificarea adresată debitorului, fie înscrierea în arhiva electronică de garanţii mobiliare). Aceste demersuri juridice suplimentare sunt **incompatibile cu ideea de negociabilitate**, cu necesitatea transferului rapid al instrumentelor financiare, în condiţii de siguranţă pentru investitori, atât în privinţa încheierii valabile cu celeritate a contractului, cât şi în ceea ce priveşte executarea obligaţiilor de plată a preţului şi de transfer în contul electronic a valorilor achiziţionate.

Aplicarea regulilor cesiunii de creanţă ar crea o stare de incertitudine o perioadă de timp prea îndelungată faţă de necesităţile încheierii cu rapiditate a operaţiunilor comerciale. Principiul esenţial al funcţionării pieţei de capital, acela al încheierii cu celeritate a unui număr cât mai mare de raporturi juridice (tranzacţii), impune excluderea posibilităţii aplicării, chiar şi în situaţii excepţionale, a regimului juridic al cesiunii de creanţă.

Autorii care susţin ipoteza aplicării regulilor cesiunii de creanţă în cazul în care părţile decid astfel, în temeiul principiului *qui potest plus, potest minus*, se situează la distanţă de realitatea pieţelor financiare, de dezideratele practice urmărite de actorii acestora. Notificarea debitorului este, spre exemplu, o contradicţie în termeni în cazul acţiunilor listate. Ea poate interveni, atunci când tranzacţia este încheiată de persoane iniţiate, care sunt prezumate că au acces la informaţii privilegiate, pentru a se asigura respectarea dreptului la informare al investitorilor şi nicidecum pentru a asigura opozabilitatea transferului titlurilor respective.

---

[1] *J. Granotier*, op. cit., p. 20.

O formă de notificare a debitorului se poate considera că intervine în cazul acţiunilor necotate, prin intermediul operaţiunii de consemnare în registrul acţionarilor a transferului acţiunilor (prevăzută de art. 98 din Legea nr. 31/1990). Nu se poate echivala însă această „înştiinţare" *sui generis* a societăţii emitente cu notificarea debitorului pretinsă de regulile cesiunii de creanţă. O astfel de luare la cunoştinţă de către societate nu va exista însă în ipoteza în care registrul acţionarilor este ţinut de o terţă societate specializată.

Nu se poate echivala nici înregistrarea efectuată în Arhiva Electronică cu înregistrările în conturile electronice ţinute de depozitarul central, întrucât, în mod evident, formalităţile de înregistrare a cesiunii de creanţă sunt mult mai complexe şi presupun concursul nemijlocit al cesionarului sau reprezentantului acestuia, pe când, în cazul tranzacţiei bursiere, din momentul emiterii ordinului de bursă de către cumpărător, acesta nu mai are niciun rol până la înregistrarea în contul său de valori mobiliare a titlurilor cumpărate.

O jurisprudenţă franceză veche şi constantă a recunoscut fără echivoc aplicarea unui regim juridic special în cazul transferului acţiunilor. S-a decis astfel că dreptul de proprietate asupra acţiunilor se transferă prin simpla substituire în registrul societăţii a numelui vânzătorului cu cel al cumpărătorului şi că acest transfer în registru reprezintă proba completă a cesiunii efectuate de cedent, care pierde din momentul operării schimbării în registru toate drepturile aferente[1].

4.2. Valoarea patrimonială a dreptului transmis

În cazul cesiunii de creanţă, cesionarul va putea pretinde de la debitorul cedat **valoarea nominală a creanţei**, indiferent de preţul plătit cedentului[2] (dacă a existat un preţ, iar cesiunea nu s-a făcut cu titlu gratuit).

În cazul transferului acţiunilor, fie listate, fie nelistate, valoarea nominală nu joacă de regulă niciun rol. Cesionarul unor acţiuni va dobândi o creanţă asupra emitentului care va putea fi exercitată la valoarea de lichidare sau la preţul stabilit de evaluator în baza unor criterii legale în cazul retragerii din societate ca urmare a intervenirii unui eveniment corporatist care declanşează un astfel de drept de retragere (preţul legal[3]) şi nu la valoarea nominală.

Numai printr-o coincidenţă extraordinară **preţul pe care îl primeşte acţionarul de la emitent** este identic cu valoarea nominală.

În rezumat, valoarea creanţei *sui generis* asupra emitentului dobândită de acţionarul-cesionar de la fostul acţionar-cedent este stabilită:

a) potrivit art. 134 din Legea nr. 31/1990, în cazul retragerii din societate ca urmare a adoptării unei hotărâri a adunării generale privind schimbarea obiectului principal de activitate; mutarea sediului societăţii în străinătate; schimbarea formei societăţii; fuziunea sau divizarea societăţii. Preţul de retragere sau preţul legal va fi determinat ca valoare medie ce rezultă din aplicarea a cel puţin două metode de evaluare recunoscute de legislaţia în vigoare la data evaluării, conform dispoziţiilor art. 134 alin. (4) din Legea societăţilor comerciale. Conform art. 242 din Legea nr. 297/2004 privind piaţa de capital, atunci când intervine hotărârea adunării generale a acţionarilor unei societăţi listate care are drept efect divizări sau fuziuni ce implică alocarea de acţiuni care nu sunt admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată, preţul de retragere se stabileşte tot potrivit art. 134 din Legea nr. 31/1990.

---

[1] Cass. Civ., 13 nov. 1867, în *E. Lambert*, Dictionaire practique de legislation et de jurisprudence sur les operations de bourse, V. Giard et E. Briere, Paris, 1902, p. 356.

[2] *C. Stătescu, C. Bîrsan*, Drept civil. Teoria generală a obligaţiilor, ed. a IX-a, Ed. Hamangiu, 2008, p. 365.

[3] *C. Duţescu*, Drepturile acţionarilor, ed. a 3-a, Ed. C.H. Beck, 2010, p. 462-517.

b) conform Dispunerii de Măsuri nr. 8/2006 emisă de către C.N.V.M. în cazul în care un acţionar doreşte să se retragă din societate ca urmare a adoptării unei hotărâri a adunării generale extraordinare a emitentului de ieşire de la tranzacţionarea de pe o piaţă reglementată sau sistem alternativ de tranzacţionare, preţul trebuie stabilit în conformitate cu standardele internaţionale de evaluare de către un evaluator independent înregistrat la C.N.V.M.

c) în cazul lichidării societăţii emitente, care are calitatea de debitor al acţionarului, însăşi existenţa creanţei este incertă până la lichidarea activului şi pasivului social. În cazul în care valoarea obţinută ca urmare a lichidării pasivului este superioară sumelor obţinute în urma lichidării activului, nu va dispărea dreptul de creanţă în mod automat, însă valoarea creanţei va fi 0. În cazul în care activul net, care este sursa din care sunt satisfăcute drepturile acţionarilor/asociaţilor[1] va fi pozitiv, valoarea creanţei se va stabili potrivit bilanţului final de lichidare, în temeiul art. 268 din Legea nr. 31/1990 prin împărţirea activului net rămas la numărul total de acţiuni. În cazul procedurii insolvenţei, va fi incident art. 133 din Legea nr. 85/2006, potrivit căruia dreptul de creanţă al acţionarilor, în situaţia în care toţi sunt de acord, se poate transforma în drept de proprietate indiviză asupra bunurilor din patrimoniul societăţii, rămase după plata tuturor creanţelor, conform cotelor de participare la capitalul social. Desigur, nici într-o astfel de situaţie, valoarea nominală a creanţei nu va avea niciun rol, relevanţă reprezentând cota de participare la capitalul social.

4.3. Concluzii

În aceste condiţii, atât din consacrarea normativă, cât şi din analiza instituţiei juridice a cesiunii acţiunilor se desprinde fără echivoc concluzia că acţiunea poate face obiectul dreptului de proprietate, că reprezintă o valoare economică cu o individualitate proprie, care este avută în vedere de cumpărător şi de vânzător cu precădere atunci când încheie un contract de vânzare-cumpărare de acţiuni şi că scopul dobândirii unei creanţe asupra emitentului-debitor reprezintă o cauză cu totul excepţională a încheierii unei astfel de tranzacţii.

În esenţă, este vorba de un transfer al dreptului de proprietate asupra acţiunilor, bun mobil incorporal al cărui proprietar deţine în mod automat şi alte drepturi patrimoniale sau nepatrimoniale, accesorii dreptului principal de proprietate, şi nu o simplă creanţă asupra emitentului. Astfel, nu subzistă niciun argument care încearcă să fundamenteze teza aplicării regulilor cesiunii de creanţă în cazul transmiterii acţiunilor, fiind incident, fără niciun echivoc, **regimul contractului de vânzare-cumpărare.**

---

[1] *St.D. Cărpenaru*, Drept comercial român, ed. a 5-a, Ed. All Beck, 2004, p. 273.

Capitolul II. Definiţia contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni

Secţiunea 1. Tranzacţia bursieră. Definiţie

1.1. Definiţii enunţate în doctrină

Mai întâi, este necesară o precizare terminologică esenţială: noţiunea de tranzacţie din dreptul pieţei de capital este complet diferită de noţiunea vizată de dreptul civil, reglementată de art. 1704 şi urm. C.civ., respectiv de art. 2267 şi urm. NCC).

Tranzacţia bursieră reprezintă un contract de vânzare-cumpărare încheiat pe piaţa de capital, nefiind nicidecum „un contract prin care părţile termină un proces început sau preîntâmpină un proces ce poate să se nască".

Actele normative care conturează cadrul legal aplicabil pieţei de capital nu oferă, de regulă, definiţii ale tranzacţiei bursiere. Dacă în sistemele de drept englez şi american, datorită preeminenţei formei pretoriene, precum şi a pragmatismului juridic ce caracterizează societăţile respective, absenţa unei definiţii a tranzacţiei bursiere este firească (nici Securities Act 1933, nici Securities Exchange Act 1934, incidente în Statele Unite, după cum nici Financial Services and Markets Act 2000, adoptat de Parlamentul britanic nu conţin o astfel de definiţie), trebuie remarcat faptul că nici legislaţia Uniunii Europene şi nici legislaţiile unor state care au adoptată forma reglementată a dreptului, romano-germană, cea franceză spre exemplu, nu conţin o definiţie legală a tranzacţiei bursiere.

Codul Bursei de Valori Bucureşti, ca operator de piaţă, Cartea I, defineşte în cadrul art. 1 alin. (1) al Titlului Preliminar tranzacţia bursieră drept „contractul de vânzare-cumpărare de instrumente financiare, înregistrat în sistemul de tranzacţionare al B.V.B., cu respectarea prevederilor Titlului III, Cartea I." Titlul III al Cărţii I al Codului B.V.B., ca operator de piaţă, intitulat „Tranzacţionarea şi monitorizarea" vizează întreaga activitate de tranzacţionare pe piaţa reglementată la vedere operată de B.V.B., precum şi sistemul de monitorizare şi de raportare a tranzacţiilor.

Tranzacţia bursieră a fost definită în doctrina franceză[1] drept o operaţiune ce „constă în vânzări şi cumpărări de valori mobiliare printr-un intermediar, abilitat profesional, sau în orice modalitate sau combinaţie de vânzări sau de cumpărări de valori mobiliare". Realizându-se o distincţie între tranzacţie şi negociere, acest din urmă termen fiind utilizat de legiuitorul francez pentru a desemna operaţiunile încheiate pe piaţa de capital prin mijlocirea unui intermediar, în literatura juridică franceză s-a apreciat că tranzacţia reprezintă un „acord de voinţă pe care se bazează operaţiunea de piaţă sau care o determină"[2].

---

[1] *P. Didier*, Droit commercial, tomme 3, Le marché financière, les groupes de sociétés, PUF, 1993, p. 197.

[2] *T. Bonneau, F. Drumond*, Droit des marchés financiers, Ed. Economica, Paris, 2002, p. 538.

Încercări de definire a tranzacţiei bursiere au avut loc şi în doctrina română. Astfel, s-a considerat[1] că aceasta reprezintă „o operaţiune juridică complexă, incluzând contractul cu intermediarul, contractul propriu-zis de vânzare/cumpărare sau schimb, decontarea, înregistrarea şi depozitarea valorilor mobiliare tranzacţionate." Fără a nega realitatea operaţiunilor enumerate este important de observat că o astfel de definiţie, extrem de schematică, lasă oarecum neclarificate aspecte esenţiale referitoare la formarea raportului juridic dintre vânzătorul şi cumpărătorul unor instrumente financiare pe o piaţă reglementată de capital.

În doctrina recentă[2], s-a arătat că „tranzacţia (contractul de vânzare-cumpărare) având ca obiect instrumentele financiare este întâlnirea cererii cu oferta realizată prin intermediari autorizaţi, în condiţiile proprii ale pieţei reglementate în privinţa formării contractelor, inclusiv a decontării instrumentelor financiare".

Pe de altă parte, au fost autori care au considerat că tranzacţia bursieră nu este un veritabil contract, întrucât ea nu rezultă ca urmare a unui schimb reciproc de consimţământ, ci apropie consimţămintele compatibile potrivit unor modalităţi conforme cu interesul pieţei[3].

1.2. Definiţia propusă

Contractul de vânzare-cumpărare de acţiuni admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată sau într-un sistem alternativ de tranzacţionare reprezintă un contract având drept obiect acţiuni tranzacţionate într-un sistem multilateral de tranzacţionare, încheiat şi înregistrat în sistemul de tranzacţionare al operatorului de piaţă, potrivit procedurilor proprii ale acestora, prin mijlocirea unor intermediari autorizaţi, în urma introducerii în sistemul de tranzacţionare a unui ordin de vânzare şi a unui ordin de cumpărare, având ca obiect acelaşi tip de instrumente financiare, ambele conţinând acelaşi preţ.

1.3. Analiza elementelor definitorii ale tranzacţiei bursiere

Sistemul de tranzacţionare în cadrul căruia se execută tranzacţia bursieră este caracterizat prin întâlnirea unor **interese multiple de vânzare şi de cumpărare.** Aceleaşi instrumente financiare pot fi, în anumite condiţii, tranzacţionate pe pieţe extrabursiere de tip OTC, caracterizate printr-un rol semnificativ al intermediarilor (brokerilor), în aceste situaţii fiind în prezenţa unor interese bilaterale de vânzare-cumpărare.

O tranzacţie bursieră se încheie atunci când se întâlnesc **două ordine de sens contrar având ca obiect acelaşi instrument financiar**, indiferent de volumul fiecărui ordin. Tranzacţia bursieră va respecta voinţa juridică a celor doi investitori în contul cărora au fost emise ordinele în cauză, numărul de instrumente financiare obiect al tranzacţiei fiind dat de volumul cel mai mic conţinut de ordinele care au condus la încheierea tranzacţiei. Investitorul care a emis ordinul cu volumul mai mare, în condiţiile în care nu va retrage ordinul sau acesta nu va expira, va putea încheia alte tranzacţii în baza acestuia.

---

[1] *Gh. Piperea*, Societăţi comerciale, piaţă de capital. Acquis comunitar, p. 614.

[2] *C. Gheorghe*, Dreptul pieţei de capital, Ed. C.H. Beck, 2009, p. 43.

[3] *A-C. Muller*, Droit des marchés financiers et droit des contracts, Economica, 2007, Paris, p. 49.

Pentru a avea natura juridică de tranzacţie bursieră, un contract de vânzare-cumpărare de acţiuni trebuie obligatoriu **înregistrat în sistemul de tranzacţionare al operatorului de piaţă sau de sistem.** Transferurile directe de proprietate, în afara sistemelor bursiere, pot fi efectuate în cazurile limitativ prevăzute de lege şi sunt caracterizate de reguli diferite. În cazul în care dispoziţiile normative în vigoare impun transferul dreptului de proprietate exclusiv prin mecanismele bursiere, este **lovit de nulitate absolută orice act juridic încheiat în afara pieţei reglementate sau sistemului alternativ de tranzacţionare** în cadrul căruia se tranzacţionează instrumentele financiare respective.

Pe piaţa de capital din România, tranzacţiile nu pot fi încheiate decât **prin mijlocirea intermediarilor autorizaţi,** definiţi la art. 2 alin.(1) pct. 14 din Legea nr. 297/2004 privind piaţa de capital[1], accesarea fără drept cu intenţie a unui sistem de tranzacţionare de către persoane neautorizate constituind infracţiune, conform art. 279 alin. (2) din lege.

În doctrină[2], s-a subliniat aspectul potrivit căruia acest contract este supus „condiţiilor de formare" şi produce **„efectele juridice aprioric stabilite de piaţa de tranzacţionare** proprie, în condiţiile aprobării (n.n. autorizării de funcţionare a pieţei) şi reglementării C.N.V.M." Fără a nega rolul normelor emise de operatorii de piaţă ce deţin putere de autoreglementare, aşa-numita funcţie normativă, nu putem achiesa la susţinerea conform căreia efectele juridice ale tranzacţiei bursiere sunt stabilite de piaţa pe care se tranzacţionează instrumentele financiare respective. Efectul juridic principal, respectiv transmiterea dreptului de proprietate asupra instrumentelor financiare obiect al tranzacţiei, rezultă atât din dispoziţiile art. 145 din lege, dar şi din norma de drept comun, conţinută de prevederile art. 1294 vechiul C.civ. Este de neconceput şi nelegal ca acest efect juridic să nu se producă datorită unor reglementări ale sistemului de tranzacţionare (piaţa reglementată sau sistem alternativ), în condiţiile în care sunt respectate cerinţele legislaţiei primare. Este adevărat că art. 145 amână transferul dreptului de proprietate asupra instrumentelor financiare până la momentul plăţii efective a preţului, însă această cerinţă are o natură legală, având izvor aşadar în legislaţia primară şi nu în reglementările sistemului de tranzacţionare. Pentru îndeplinirea acestei condiţii, a respectării principiului „livrare contra plată", este necesar desigur ca operatorul sistemului de tranzacţionare să stabilească o serie de reguli, un algoritm ce trebuie urmat pentru a fi evitat riscul nedecontării tranzacţiei. Nerespectarea acestor reguli conduce, în unele cazuri la amânarea sau chiar la imposibilitatea respectării cerinţei din cadrul art. 145, fără ca prin aceasta efectul juridic principal al contractului de vânzare-cumpărare de instrumente financiare să-şi găsească izvorul în reglementările emise de operatorul sistemului de tranzacţionare.

---

[1] M.Of. nr. 571 din 29 iunie 2004.

[2] *C. Gheorghe*, op. cit., p. 43.

Secţiunea a 2-a. Definiţia contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni nelistate şi a contractului încheiat pe piaţa OTC

Contractul de vânzare-cumpărare de acţiuni care nu au făcut obiectul unei oferte publice şi nu sunt tranzacţionate într-un sistem multilateral de tranzacţionare reprezintă acel act juridic translativ de proprietate, încheiat în urma unor negocieri bilaterale, prin care cumpărătorul se obligă să plătească un preţ vânzătorului în schimbul transferului de proprietate asupra unor acţiuni nelistate.

Contractul de vânzare-cumpărare de acţiuni nelistate are un caracter personal inevitabil mai pronunţat decât tranzacţia bursieră, deoarece presupune cunoaşterea cocontractantului înainte de încheierea actului juridic, precum şi realizarea unei negocieri prealabile bilaterale. De aceea, contractul de vânzare-cumpărare de acţiuni nelistate poate avea chiar un caracter *intuitu personae*, aspect exclus în cazul unei tranzacţii bursiere încheiată în cadrul unui sistem multilateral de tranzacţionare.

În cazul tranzacţiilor încheiate pe pieţe de tip OTC, prin negociere bilaterală, dar prin mijlocirea unor intermediari autorizaţi, avem de-a face cu un contract translativ de proprietate ce se încheie în cadrul unui sistem bilateral de tranzacţionare, autorizat de autoritatea administrativă competentă, prin mijlocirea operatorului de sistem, intermediar autorizat (asociaţie de intermediari), operator de piaţă reglementată sau operator de sistem alternativ.

Capitolul III. Caracterele juridice ale contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni

Secţiunea 1. Caracterul juridic al contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni în funcţie de modul de formare

Potrivit dispoziţiilor art. 1174 alin. (2)-(4) NCC, contractul este consensual atunci când se formează prin simplul acord de voinţă al părţilor, este solemn atunci când validitatea sa este supusă unor formalităţi prevăzute de lege şi este real atunci când, pentru validitatea sa, este necesară predarea unui bun al debitorului.

Contractul de vânzare-cumpărare de acţiuni, datorită formelor variate pe care poate să le îmbrace obiectul său, va avea un caracter consensual sau un caracter solemn.

1.1. Caracterul consensual al contractelor de vânzare-cumpărare de acţiuni nominative nelistate

În privinţa contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni nominative nelistate (neadmise la tranzacţionare într-un sistem multilateral de tranzacţionare, piaţă reglementată sau sistem alternativ de tranzacţionare) se ridică întrebarea dacă încheierea valabilă a contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni nominative nelistate se realizează cu respectarea condiţiilor art. 98 alin. (1) din Legea nr. 31/1990 sau în mod consensual. Potrivit art. 98 alin. (1) din Legea nr. 31/1990, dreptul de proprietate asupra acțiunilor nominative emise în formă materială se transmite prin declarație făcută în registrul acționarilor și prin mențiunea făcută pe titlu, semnată de cedent și de cesionar sau de mandatarii lor. Dreptul de proprietate asupra acțiunilor nominative emise în formă dematerializată se transmite prin declarație făcută în registrul acționarilor, semnată de cedent și de cesionar sau de mandatarii lor.

Nu credem că îndeplinirea acestor formalități condiționează încheierea valabilă a contractului[1] și că nerespectarea acestor formalități este sancționată cu nulitatea absolută a contractului, ci doar afectează transmiterea dreptului de proprietate.

În cazul acțiunilor nominative emise în formă materială, unii dintre adepții teoriei transmisiei dreptului de proprietate asupra titlurilor nelistate prin simplul acord de voință al părților fac o distincție între transmiterea propriu-zisă a dreptului de proprietate și transmiterea posesiei asupra acțiunilor sau transmiterea fizică a acestora, care se realizează, în opinia lor, prin declarație înregistrată în registrul acționarilor, datată și semnată de cedent și cesionar sau de mandatarii acestora[2].

Nu vom putea achiesa la această opinie. Apreciem că sunt insuficiente argumente pentru a susține teoria unei remiteri materiale a titlurilor prin intermediul declarației efectuată de cedent și de cesionar în registrul acționarilor, astfel încât să se poată fundamenta o separare a momentului transmisiei posesiei de cea a transmiterii valide a dreptului de proprietate.

Pe de altă parte, considerăm că încheierea între vânzător și cumpărător a unui acord privind vânzarea unor acțiuni prealabil declarației în registru, are valoare de contract de vânzare-cumpărare, act juridic încheiat valabil, însă transmiterea validă a dreptului de proprietate nu se poate realiza decât în momentul formalizării sale prin efectuarea mențiunii obligatorii în registrul acționarilor, dar și prin efectuarea plății impozitului pe venit aferent transferului dreptului de proprietate asupra valorilor mobiliare, conform dispozițiilor art. 67 alin. (3) lit. b) C.fisc.[3] Potrivit dispozițiilor acestui text legal, transmiterea dreptului de proprietate asupra valorilor mobiliare sau a părților sociale trebuie înscrisă în registrul comerțului și/sau în registrul asociaților/acționarilor, după caz, operațiune care nu se poate efectua fără justificarea virării impozitului la bugetul de stat, iar calculul și reținerea impozitului se realizează de către dobânditor, care are și obligația virării impozitului, pe baza contractului încheiat între părți[4].

Apoi, considerăm că obligația cumpărătorului de a achita impozitul pe venit aferent transferului „valorilor mobiliare" înainte de „înscrierea transmiterii dreptului de proprietate în registrul acţionarilor" are drept scop asigurarea plăţii creanţelor bugetare, dar acest text legal are menirea şi să completeze norma din cadrul art. 98 alin. (1) din Legea nr. 31/1990. Transmiterea dreptului de proprietate ca urmare a încheierii unui contract de vânzare-cumpărare de acţiuni nelistate nu poate interveni decât în măsura în care cedentul şi cesionarul semnează în registrul acţionarilor. Apreciem, în aceste circumstanţe, că art. 67 alin. (3) lit. b) C.fisc. instituie o condiţie suplimentară prealabilă de validitate a transmiterii dreptului de proprietate, indicând totodată faptul că un contract de vânzare-cumpărare de acţiuni este valabil încheiat anterior cesiunii.

---

[1] În sens contrar, *C. Predoiu* în *St.D. Cărpenaru, S. David, C. Predoiu, Gh. Piperea*, op. cit., 2009, p. 349; în același sens, *T. Prescure* în *I. Schiau, T. Prescure*, Legea societăților comerciale nr. 31/1990. Analize și comentarii pe articole, Ed. Hamangiu, 2007, București, p. 292.

[2] *P. Mousel, F. Fayot*, La circulation des titres, în Droit bancaire et financier au Luxembourg, Recueil de doctrine, Larcier, 2004, vol. 3, p. 1362.

[3] Aprobat prin Legea nr. 571/2003, M.Of. nr. 927 din 23 decembrie 2003.

[4] Cu privire la argumentele care fundamentează existența unor momente diferite în privința încheierii contractului și a transmiterii dreptului de proprietate, a se vedea Titlul V „Momentul și locul încheierii contractului".

În aceste circumstanţe, credem că este necesar să fie acceptată teza potrivit căreia, în lipsa unei stipulaţii în actul constitutiv, contractul de vânzare-cumpărare de acţiuni nelistate se încheie consensual, iar înscrierea în registrul acţionarilor joacă atât rolul asigurării opozabilităţii, cât şi acela al asigurării transmiterii valabile a dreptului de proprietate asupra acţiunilor. Astfel, acceptând această interpretare, rezultă încheierea contractului în mod valid între părţi la momentul realizării acordului de voinţă fără îndeplinirea niciunei formalităţi. Terţii, între care se găseşte şi societatea emitentă ar fi informaţi în legătură cu existenţa actului translativ de proprietate la momentul înscrierii cesiunii în registrul acţionarilor, dată la care ar opera şi transferul dreptului de proprietate.

A accepta teza contrară, conform căreia contractul de vânzare-cumpărare de acţiuni nelistate este încheiat valabil numai la momentul declaraţiei în registrul acţionarilor semnată de cedent şi de cesionar ar echivala cu recunoaşterea unei obligaţii de plată faţă de bugetul de stat înainte de naşterea obligaţiei fiscale, ceea ce ar fi contrar dispoziţiilor art. 23 alin. (1) C.proc.fisc.,[1] întrucât nu ar fi constituită baza de impozitare.

1.2. Caracterul consensual al contractelor de vânzare-cumpărare de acţiuni la purtător

Dispoziţiile art. 99 din Legea nr. 31/1990 prevăd că dreptul de proprietate asupra acţiunilor la purtător se transferă prin simpla tradiţiune a acestora, normă care vizează, fără putinţă de tăgadă, numai transferul dreptului real şi nu încheierea valabilă a actului translativ de proprietate. Aceleaşi raţiuni care operează în cazul vânzării acţiunilor nominative nelistate sunt valabile şi în cazul actelor translative de proprietate care au ca obiect acţiuni la purtător.

Argumentul legal care fundamentează această soluţie îl reprezintă aceleaşi dispoziţii ale art. 67 alin. (3) lit. b) C.fisc. care nu disting între acţiunile nelistate nominative sau la purtător.

1.3. Caracterul solemn al contractelor de vânzare-cumpărare de acţiuni tranzacţionate într-un sistem multilateral de tranzacţionare

În privinţa caracterului consensual sau solemn al tranzacţiei bursiere opiniile sunt oarecum împărţite în literatura juridică şi jurisprudenţa franceză. S-a susţinut că transferul de proprietate se realizează *solo consensu*, ca efect al contractului, prin schimbarea reciprocă a consimţământului, fără nicio altă formalitate[1]. O jurisprudenţă consistentă s-a manifestat în acelaşi sens[2]. Unii autori au susţinut că obligaţia înscrierii în cont a transferului valorilor mobiliare ţine numai de opozabilitate, de regimul probator şi nu de încheierea contractului[3]. S-a afirmat şi că transferul valorilor mobiliare prin virament din cont în cont, aşa cum prevede art. L211-17 din Codul monetar şi financiar francez, nu are un caracter sacramental (solemn) şi că importanţa viramentului din cont în cont nu poate escamonta caracterul contractual al tranzacţiei[4].

---

[1] M.Of. nr. 513 din 31 iulie 2007.

Susţineri similare, potrivit cărora contractul de vânzare-cumpărare de instrumente financiare ar păstra un caracter consensual, au fost exprimate şi în literatura juridică română [5].

În ciuda acestor consideraţii, apreciem că tranzacţia bursieră reprezintă un contract ţinut de un anumit **formalism**, ceea ce atrage necesitatea încheierii sale *ad validitatem* în forma şi condiţiile prescrise de normele imperative incidente. Pornind de la realitatea că formalismul impus de dispoziţiile legale reprezintă un aspect de fond, esenţial al contractului[6], că solemnitatea contractelor nu se reduce doar la forma înscrisului autentic[7], şi ţinând cont de faptul că solemnitatea „nu este un surplus la act sau la părţilor acestuia, ci maniera de exprimare a voinţei sau a actului juridic"[8], susţinem că singura concluzie logică ce se impune este aceea că există un **caracter solemn** al contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni nominative listate.

Teoria caracterului consensual a fost combătută de altfel, energic, de autori prestigioşi. Profesorul Guyon a considerat chiar, într-un mod radical, că dreptul pieţelor financiare reprezintă „un eşec al consensualismului"[9]. Un alt autor a opinat că fiind „aplicabil titlurilor necotate, regula transferului *solo consensu* pare, cu toate acestea, total inadaptată funcţionării pieţei bursiere", explicând că argumentul care fundamentează inaplicarea acestui principiu rezidă în aceea că „fiecare emitent de ordine nu contractează direct cu o persoană determinată, ci cu piața”, fiind „imposibil de fixat cu certitudine momentul transferului”[1] (de fapt, este imposibil de stabilit cu certitudine în prealabil, în momentul manifestării consimțământului prin transmiterea ordinului de bursă, când va fi încheiat contractul translativ de proprietate). S-a subliniat și faptul că, în cazul tranzacțiilor bursiere, nu are loc „un schimb direct de consimțământ, ci participanții la un sistem colectiv (n.n. de tranzacționare) acceptă regulile acestuia”[2].

---

[1] *T. Bonneau, F. Drumond*, op. cit., p. 563, însă aceşti autori subliniază că, în prezent, în dreptul francez principiul transferului dreptului de proprietate *solo consensu* este inadaptat la realitatea juridică, datorită condiţiilor privind înregistrarea valorilor mobiliare în contul ţinut de intermediar, precum şi în cel ţinut de depozitar - *T. Bonneau, F. Drumond*, op. cit., p. 565; tot în favoarea unui caracter pur consensual, *J. Granotier*, Le transfert de proprieté des valeurs mobilières, Economica, 2010, Paris, p. 60.

[2] Com., 22 noiembrie 1998 în Bull.civ. IV, no. 322, p. 216; Com. 23 noiembrie 1993, Bull. civ. IV, no. 431, p. 313.

[3] *P. Mousel, F. Fayot*, La circulation des titres, Droit bancaire et financier au Luxembourg, Recueil de doctrine, Larcier, 2004, Vol 3, p. 1362.

[4] *H. Causse*, Les titres négociables, Essai sur le contrat négociable, Thèse Montpellier, Litec, 1991, n° 662, p. 329.

[5] *C. Gheorghe*, op. cit., p. 44-46.

[6] *L. Pop*, Tratat de drept civil. Obligaţiile. Vol. II. Contractul, Ed. Universul Juridic, 2009, Bucureşti, p. 118.

[7] Ibidem, p. 117.

[8] *P. Vasilescu*, Relativitatea actului juridic civil. Repere pentru o nouă teorie a actului de drept privat, Ed. Rosetti, 2003, Bucureşti, p. 118.

[9] *Y. Guyon*, Droit du marché et droit commun des obligations. Rapport de synthèse, RTD, Com. 1998.

De lege lata, dispozițiile Noului Cod civil prevăd în cadrul art. 1174 alin. (3) că solemnitatea contractului este atrasă de necesitatea îndeplinirii unor formalități prevăzute de lege.

Este de subliniat, în primul rând, faptul că **nu numai forma autentică obligatorie imprimă un caracter solemn unui contract**, ci orice formalitate care se adaugă, potrivit unor norme imperative, simplului acord de voință al părții, pentru încheierea validă a contractului în cauză. Chiar dacă tranzacția bursieră nu este menționată în mod expres de către legiuitor ca având un caracter solemn, această trăsătură rezultă evident din întreaga pleiadă de formalități ce trebuie duse la îndeplinire pentru încheierea acesteia. În sensul că tranzacția bursieră reprezintă un contract solemn s-au pronunțat și alți autori[3], cel din urmă cu precizarea că formalitățile desfășurate cu sprijinul bursei „sunt asimilate, prin finalitatea lor, cu formalitățile efectuate de un notar public sau de o instanță judecătorească”.

În opinia noastră, pentru încheierea contractului de vânzare-cumpărare de instrumente financiare este necesară îndeplinirea unor **formalități prevăzute *ad validitatem* de normele în vigoare**, după cum urmează:

a) tranzacția bursieră nu se poate încheia decât **prin mijlocirea unor intermediari autorizați** cu care atât investitorul cumpărător, cât și investitorul vânzător au încheiat contracte de servicii de investiții financiare în formă scrisă; în absența acestor contracte de brokeraj, tranzacția este lovită de nulitate absolută;

b) tranzacția bursieră se încheie **numai în temeiul unor ordine de bursă** emise de către investitori către intermediarii autorizați, care de regulă, îmbracă forma scrisă, ori sunt înregistrate pe suporturi magnetice ori pe un suport echivalent [conform art. 141 alin. (3) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006] sau sunt transmise prin email, cu condiția ca sistemele informatice ale S.S.I.F. și ale clientului să permită descărcarea și salvarea acestora, conform art. 179 alin. (4) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006;

c) tranzacția bursieră nu se poate încheia decât **potrivit regulilor sistemului de tranzacționare** în cadrul căruia se tranzacționează instrumentul financiar ce constituie obiectul său (reguli privind, limitele de preț, prioritatea de introducere și executare a ordinelor etc.), în cadrul programului zilnic de tranzacționare;

---

[1] *L. Cotret*, op. cit., p. 138.

[2] *P. Le Cannu*, L'acquisition de la qualité d'actionnaire, Rev. Sociétés, 1999, n° 30, p. 519.

[3] *Gh. Piperea*, op. cit., Societăți..., p. 615-616; *A. Țuțuianu*, Piața de capital. Regimul juridic aplicabil participanților, Ed. Hamangiu, București, 2007, p. 614.

d) **transferul dreptului de proprietate** asupra instrumentelor financiare obiect al tranzacției **nu se poate realiza decât potrivit regulilor și în sistemul entității autorizate** ce îndeplinește funcția de depozitar central; cea mai importantă regulă în acest sens o reprezintă obligația de a achita în termenul de decontare al tranzacției contravaloarea titlurilor ce au făcut obiectul acesteia.

Aceste cerințe obligatorii prevăzute de normele legale în vigoare nu ar putea constitui însă argumente suficient de puternice pentru a atrage caracterul solemn al contractului de vânzare-cumpărare de instrumente financiare. Necesitatea intermedierii prin societăți comerciale autorizate echivalează cu o obligație legală de a încheia contractul prin mandatar, iar absența contractului de intermediere între investitor și firma de brokeraj nu conduce automat la anularea tranzacției bursiere, aceasta putând fi modificată prin procedura de corectare a tranzacțiilor bursiere (pe piața reglementată operată de B.V.B. corectarea se realizează conform capitolului VI din Titlul III, „Tranzacționarea și monitorizarea" a Cărții I a Codului B.V.B. - operator de piață). Obligativitatea emiterii unui ordin de bursă, drept condiție indispensabilă de legalitate a tranzacției bursiere nu atrage ea însăși caracterul solemn, atâta vreme cât tranzacția poate fi corectată, printr-o tranzacție de sens contrar, efectuată în segmentele de piață speciale.

Ceea ce conferă contractului de vânzare-cumpărare de instrumente financiare admise la tranzacționare pe o piață de capital (sistem multilateral de tranzacționare) un **caracter solemn**, este adevărat *sui generis*, este **condiția *sine qua non* a încheierii tranzacției numai în cadrul sistemului sau sistemelor de tranzacționare** unde sunt admise instrumentele financiare ce fac obiectul actului juridic translativ de proprietate în discuție. Un act de vânzare-cumpărare de instrumente financiare nu se poate încheia sub semnătură privată, în afara sistemului de tranzacționare, nu se poate încheia nici în fața notarului public sau a altui organ. Un astfel de contract se încheie, *ad validitatem*, numai în interiorul sistemului electronic de tranzacționare administrat de operatorul de piață sau de sistem, ori de operatorul independent autorizat, în cazul tranzacțiilor încheiate în sistem bilateral de tip OTC. Încheierea contractului de vânzare-cumpărare în formă electronică echivalează din perspectiva consecințelor juridice cu autentificarea actelor juridice translative de dreptul de proprietate asupra terenurilor de către notarul public. **Dacă sistemul de tranzacționare respectiv nu recunoaște contractul de vânzare-cumpărare de instrumente financiare, acesta nu va produce niciun fel de efecte juridice**, fiind nul absolut, prin urmare fiind aplicabilă teza inexistenței sale. Desigur că înregistrarea acestui contract și schimbul de proprietate la depozitarul central are relevanță *ad probationem*, după cum un act juridic autentic prin care se transmite dreptul de proprietate asupra unui imobil stă la baza intabulării acestuia, pe numele noului proprietar, în cartea funciară.

Secțiunea a 2-a. Caracterul sinalagmatic comutativ

Contractul de vânzare-cumpărare de acțiuni este un **contract sinalagmatic**, ca orice contract de vânzare-cumpărare, neputând ascunde, sub nicio formă, un act juridic unilateral, spre exemplu o donație. În acest din urmă caz, în situația în care obiectul donaţiei îl reprezintă instrumente financiare, avem de-a face cu un transfer direct de proprietate, care se realizează prin mecanisme extrabursiere, chiar dacă în sistemul computerizat al depozitarului central.

Contractul de vânzare-cumpărare de acţiuni este un act cu **titlu oneros comutativ**. În cazul tranzacţiei bursiere gratuitatea este exclusă datorită principiului livrare contra plată (*delivery versus payment*) care împiedică transferul dreptului de proprietate în absenţa plăţii contravalorii instrumentelor financiare obiect al tranzacţiei. În acelaşi timp, caracterul comutativ este indubitabil, prestaţiile părţilor sunt certe, întrucât preţul este determinat, potrivit regulilor legii naturale a cererii şi a ofertei în sistemul de tranzacţionare în cadrul căruia sunt listate instrumentele financiare obiect al tranzacţiei. Fostul act normativ care reglementa piaţa de capital din România, O.U.G. nr. 28/2002[1] preciza expres în cadrul art. 45 că „orice tranzacţie efectuată pe o piaţă reglementată şi înregistrată în conformitate cu reglementările specifice acesteia este act de comerţ şi dă naştere unei obligaţii valabile căreia nu i se poate opune excepţia de joc."

În limbajul comun însă, investiţia pe piaţa de capital este denumită drept „joc la bursă", ceea ce ar sugera un *caracter aleatoriu* al tranzacţiei bursiere. O asemenea percepţie se bazează pe volatilitatea cursului instrumentelor financiare, pe existenţa riscului unor pierderi în termen scurt sau, dimpotrivă pe şansa unor câştiguri rapide.

Este important să combatem în mod argumentat ideea de joc în cazul tranzacţiei bursiere realizate pe piaţa la vedere, refuzând totodată teza conform căreia că actele juridice încheiate pe piaţa la termen sau pe piaţa derivatelor întrunesc condiţiile prevăzute de art. 1173 alin. (2) NCC pentru a fi încadrate în rândul contractelor aleatorii[2].

Considerăm în acest caz că este necesară o schimbare a percepţiei publice, prin eliminarea noţiunii de joc, dar şi a aceleia de „speculă"[3], din descrierea tranzacţiei bursiere, prin imprimarea adevărului juridic în mentalul colectiv.

În esenţă, contractul aleatoriu, definit de art. 947 alin. (2) vechiul C.civ. ca fiind acel contract în cadrul căruia echivalentul contraprestaţiei depinde, pentru una sau pentru toate părţile, de un eveniment incert. Această definiţie ni se pare că prezintă o mai mare acurateţe decât cea din Noul Cod civil, art. 1173 alin. (2), care arată că este aleatoriu acel contract care, prin natura lui sau prin voinţa părţilor, oferă cel puţin uneia dintre părţi şansa unui câştig şi o expune totodată la riscul unei pierderi, ce depind de un eveniment viitor şi incert.

Dacă am interpreta *ad litteram* definiţia din Noul Cod civil, ar putea fi încadrate toate contractele de vânzare-cumpărare în sfera contractelor aleatorii, întrucât şansa unui câştig şi riscul unei pierderi există pentru orice parte care a cumpărat sau a vândut un bun datorită evoluţiei ulterioare a preţului acelui bun. Ar însemna ca, de exemplu, cumpărătorul unui imobil al cărui preţ a scăzut ulterior transferului dreptului de proprietate a încheiat un contract aleatoriu, deşi preţul plătit a fost clar determinat în cadrul contractului. Tot astfel, ar însemna că vânzătorul unui imobil a încheiat un contract aleatoriu, deşi întinderea prestaţiilor a fost clar determinată, pentru că evoluţia ulterioară a preţului imobilelor îl supune riscului unei pierderi sau îi conferă şansa unui câştig. Este, în mod evident, o interpretare extrem de extensivă a noţiunii de contract aleatoriu, care nu credem că este adecvată, întrucât ar elimina din dreptul privat contractele comutative.

---

[1] M.Of. nr. 238 din 9 aprilie 2002.

[2] *Gh. Piperea*, op. cit., Societăţi..., p. 646.

[3] Conform DEX, o accepţiune a verbului „a specula" este „a efectua tranzacţii la bursă", http://dexonline.ro/definitie/specula.

În opinia noastră, credem că trebuie să fie încadrate în sfera contractelor aleatorii numai acelea care presupun dependenţa întinderii sau existenţei prestaţiei de un eveniment incert[1].

Întrebarea care se pune este: poate fi considerat drept evenimentul incert care atrage caracterul aleatoriu evoluţia preţului de piaţă a bunului vândut, ulterior încheierii contractului? Doctrina clasică[2] a încadrat în sfera contractelor aleatorii contractele de loterie, de asigurări, de rentă viageră, de întreţinere pe viaţă. Majoritatea dintre acestea au o caracteristică comună: întinderea prestaţiei uneia dintre părţi nu este clar determinată la data încheierii contractului (contractele de asigurări, de rentă sau întreţinere viageră etc.). În cazul contractului de loterie sau altă formă de joc, este pusă în discuţie existenţa prestaţiei uneia dintre părţi: dacă una dintre părţi nu îndeplineşte anumite condiţii (a ales numere care nu au fost extrase, a pariat pe o echipă care a pierdut un meci etc.) nu va primi nicio prestaţie din partea cocontractantului, deşi şi-a executat propriile obligaţii (plata preţului biletului de loterie etc.).

Cu totul altfel stau lucrurile în cazul tranzacţiei bursiere, fie că e vorba de instrumente financiare propriu-zise, fie că e vorba de instrumente derivate sau de tranzacţii la termen.

În cazul **instrumentelor financiare propriu-zise** tranzacţionate pe piaţa la vedere (spot), nu există niciun element care să sugereze că ar avea un caracter aleatoriu actul translativ de proprietate. Cumpărătorul plăteşte un anumit preţ, determinat prin întâlnirea în cadrul sistemului de tranzacţionare a ordinului său de bursă cu un ordin de vânzare de sens contrar (ordine introduse prin mijlocirea intermediarilor autorizaţi). El va ştii cu exactitate cât va plăti pentru numărul determinat de instrumente financiare achiziţionate. Evoluţia ulterioară a preţului acestora, marcarea unui profit sau a unei pierderi nu are nimic de-a face, în sens juridic, cu actul juridic achizitiv. Nici vânzătorul, nici cumpărătorul şi nici terţii nu vor avea incertitudini cu privire la întinderea prestaţiilor contractuale.

În cazul **instrumentelor derivate**, care presupun că obiectul contractului depinde de un anumit activ suport al cărui preţ fluctuează, lucrurile stau în mod identic din punct de vedere juridic. La încheierea contractului pe piaţa de capital părţile cunosc întinderea prestaţiilor lor, atât preţul, cât şi lucrul vândut (instrumentul derivat) fiind determinate. Spre exemplu, în cazul unui *warrant*[3], cumpărătorul va plăti un preţ determinat, care nu se va mai modifica, pentru a deveni proprietarul său, contractul nedobândind un caracter aleatoriu datorită evoluţiei acţiunii care reprezintă activul suport. Dacă s-ar accepta o astfel de teză ar însemna, aşa cum am arătat mai sus, că orice contract de vânzare-cumpărare ar avea un caracter aleatoriu, datorită evoluţiei preţului lucrului vândut. Pe de altă parte, caracterul aleatoriu nu este dat de intenţia de revânzare, respectiv de comercialitatea actului juridic, ci de incertitudinea existenţei sau întinderii prestaţiei.

---

[1] *C. Stătescu, C. Bîrsan*, op. cit., 2008, p. 32.

[2] Ibidem.

[3] Instrument financiar derivat care dă dreptul proprietarului său să cumpere până la un anumit termen anumite instrumente financiare care constituie activul suport (de regulă acţiuni).

Ar fi de discutat dacă **contractul de marjă** (contract de împrumut prin care investitorul este creditat de intermediar pentru a cumpăra anumite instrumente financiare, primul fiind ţinut să menţină o garanţie, denumită marjă, care are un anumit nivel procentual din valoarea totală a titlurilor cumpărate, pentru acoperirea riscului unei evoluţii ulterioare negative a preţului) încheiat între un investitor şi intermediarul autorizat prin mijlocirea căruia tranzacţionează are un caracter aleatoriu. Evoluţia preţului instrumentelor cumpărate (sau vândute) în marjă determină fie obligaţia de a completa marja (suma de bani) până la nivelul minim agreat, în cazul în care trendul este contrar poziţiei iniţiate (de exemplu, atunci când preţul instrumentelor cumpărate în marjă scade) sau, dimpotrivă, dreptul de a retrage surplusul, atunci când trendul este favorabil poziţiei iniţiate.

Apreciem că, în cazul acestui contract de garanţie, care condiţionează încheierea tranzacţiei bursiere, există o nuanţă aleatorie semnificativă pentru ambele părţi. Aleatoriul contractului de marjă nu atrage însă aleatoriul tranzacţiei propriu-zise care are drept obiect transferul instrumentelor financiare în contul investitorului. Este vorba de raporturi juridice distincte, tranzacţia bursieră fiind încheiată între comisionarii investitorilor, intermediari autorizaţi, **şi păstrând caracterul comutativ.**

Secţiunea a 3-a. Caracterul de contract negociat

3.1. Contractele încheiate prin negocieri bilaterale

Contractul de vânzare-cumpărare de **acţiuni nelistate** este fără niciun dubiu un contract negociat, întrucât nu există în cazul său nicio ingerinţă în voinţa juridică a părţilor. Toate clauzele contractuale ale unei astfel de convenţii fac obiectul negocierii, discuţiilor dintre părţi.

Terminologia juridică franceză descrie foarte coerent şi corect acest caracter juridic, utilizând sintagma *„gré à gré"* care stă, totodată, la baza definirii pieţei bursiere de tip OTC, în realitate un sistem bilateral de tranzacţionare, a cărui esenţă este negocierea (piaţa OTC este denumită în franceză *„marché de gré à gré"*).

S-a subliniat că această fază precontractuală, a negocierii, se caracterizează prin libertate şi bună-credinţă[1]. Libertatea contractuală presupune posibilitatea participanţilor la negocieri de a avea negocieri şi cu alte părţi, pentru a compara ofertele existente şi a opta pentru cea mai avantajoasă[2]. În faza precontractuală există posibilitatea încheierii unui acord de principiu care să stea la baza negocierii contractului final[3], iar conduita părţii care nesocoteşte acest acord de negociere este de natură să atragă răspunderea contractuală.

---

[1] *Fr. Terré, Ph. Simler, Yv. Laquette*, Droit civil. Les obligations, Ed. Dalloz, Paris, 2005, p. 185.

[2] *L. Pop.*, op. cit., p. 126.

[3] Ibidem.

În cazul tranzacţiilor încheiate **în cadrul unor sisteme bilaterale de tranzacţionare**, de negociere, de tip OTC, chiar cu instrumente financiare care sunt tranzacţionate şi în cadrul unor sisteme multilaterale, toate aceste constatări sunt valabile. Tot astfel pe pieţele de tip deal, în cadrul cărora se negociază şi se transferă pachete mai mari de instrumente financiare, este menţinut un puternic caracter negociabil al contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni.

Contractul de vânzare-cumpărare obişnuit, dacă vizează un bun individual determinat va fi încheiat, inevitabil, în urma negocierilor dintre două persoane, întrucât se va oferi spre vânzare un singur bun şi va fi fatalmente un singur ofertant-vânzător, chiar dacă vor fi mai mulţi potenţiali cumpărători interesaţi să intre în negocieri cu vânzătorul.

În cazul vânzării bunurilor de gen care nu se încheie printr-o modalitate în care să poată intra în contact, în acelaşi timp, mai mulţi ofertanţi-vânzători cu mai mulţi potenţiali cumpărători, se va ajunge tot la negocieri bilaterale între un vânzător şi un potenţial cumpărător. Spre exemplu, într-o piaţă publică de bunuri de consum, pot exista 20 de vânzători de cartofi de acelaşi soi şi o multitudine indefinită de potenţiali cumpărători. Fiecare potenţial cumpărător va putea intra în negocieri directe cu toţi vânzătorii, alegând în final preţul cel mai scăzut, putând condiţiona cuantumul preţului de cantitatea cumpărată (un preţ mai mic pentru o cantitate mai mare, de exemplu), de cantitatea rămasă la vânzare etc. Într-o astfel de ipoteză piaţa funcţionează în baza legii cererii şi a ofertei, însă tot în temeiul unor mecanisme bilaterale de negociere, care pot să ignore, în unele situaţii formarea unui preţ în baza principiului întâlnirii celei mai bune oferte de preţ de vânzare cu cea mai bună ofertă de preţ de cumpărare.

3.2. Contractele încheiate în cadrul unor sisteme multilaterale de tranzacţionare

Cel mai transparent mod de a încheia un act juridic se realizează în cadrul unui sistem multilateral de tranzacţionare, îndeosebi în cadrul unei pieţe reglementate, caracterizat prin afişarea într-un sistem informatic care afişează informaţii la care are acces orice persoană. În acelaşi timp, un sistem multilateral de tranzacţionare reprezintă mecanismul cel mai adecvat de punere în executare a legii naturale a cererii şi a ofertei.

Contractele încheiate în cadrul unui sistem multilateral de tranzacţionare se supun în mod inevitabil unui regim juridic aparte, conturat de normele speciale. În unele situaţii, tiparele clasice sunt insuficiente pentru a explica anumite instituţii şi operaţiuni juridice, astfel încât regimul derogatoriu, impus de necesităţile comerciale, imprimă şi anumite figuri juridice *sui generis*. În fapt, aşa cum sublinia profesorul Guyon[1], dreptul pieţei de capital are o logică proprie, care nu este cea a contractelor individuale, supusă dreptului comun al obligaţiilor.

În aceste condiţii, caracterul de contract negociat al tranzacţiei bursiere, dacă acesta există, se întemeiază pe alte considerente decât cele care operează în cazul unui contract obişnuit de vânzare-cumpărare.

---

[1] *Y. Guyon*, Droit du marché et droit commun des obligations. Rapport de synthèse, RTD, Com. 1998, p. 122, n. 4.

Într-un mod diferit faţă de contractele din dreptul comun stau lucrurile în cazul sistemelor multilaterale de tranzacţionare, pe pieţe de tip regular, unde negocierea anterioară încheierii tranzacţiei este inexistentă. Se ridică, în aceste condiţii, desigur, întrebarea legitimă: îşi păstrează tranzacţia bursieră, ca varietate a contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni, caracterul de contract negociat ? Dacă răspunsul este negativ, devine obligatorie încadrarea tranzacţiei bursiere într-una dintre celelalte categorii identificate de doctrină în clasificarea contractelor în funcţie de modul în care se exprimă voinţa părţilor, respectiv în rândul contractelor de adeziune sau în cel al contractelor obligatorii.

Un răspuns corect, credem, trebuie să pornească de la constatarea că negocierea prealabilă încheierii contractului între viitorul vânzător şi viitorul cumpărător este de natura, dar nu de esenţa unui contract în care părţile sunt pe poziţii de egalitate (nefiind întrunite condiţiile contractului de adeziune), iar încheierea sa nu este impusă de norme imperative ale legii (nefiind întrunite nici condiţiile contractului obligatoriu).

Diferenţa esenţială între tranzacţia bursieră încheiată pe o piaţă reglementată sau într-un sistem multifuncţional de tranzacţionare şi un contract propriu-zis de vânzare-cumpărare constă în aceea că, în primul caz, este vorba de întâlnirea unor interese multiple de vânzare şi de cumpărare în acelaşi timp, iar în cel de-al doilea caz de confruntarea unui interes de vânzare cu un interes de cumpărare. În termeni economici, simplificând problema, este vorba de o diferenţă majoră de lichiditate, creată de caracterul juridic de bunuri de gen al acţiunilor, pe de o parte, iar pe de altă parte de caracterul de sistem multilateral de tranzacţionare al locului încheierii actului juridic, în cazul tranzacţiei bursiere. În cazul aceloraşi bunuri de gen, vândute la burse de mărfuri sau burse de valori, lichiditatea într-un sistem multilateral va fi, teoretic, sensibil superioară celei înregistrate într-un sistem bilateral. Desigur, dacă potenţialii participanţi la piaţa bunului respectiv vor constata că nu au interes să încheie tranzacţii în sistemul multilateral, vor putea opta pentru un sistem bilateral, dacă bunul în discuţie se tranzacţionează şi într-un astfel de sistem, revenind astfel la un mecanism care conferă contractelor încheiate în interiorul său caracterul clasic de convenţie negociată.

Teza existenţei unui caracter de contract negociat al tranzacţiilor încheiate în cadrul unui sistem multilateral de tranzacţionare se fundamentează pe modalitatea *sui generis* în care se realizează negocierea. Dacă în cazul contractului clasic, faza precontractuală presupune discuţii între viitorul vânzător şi viitorul cumpărător sau între mandatarii lor, în cazul tranzacţiei bursiere realizată într-un sistem multilateral, negocierea are loc cu piaţa, nu cu o persoană anume[1], un investitor putând accepta ofertele afişate în sistemul electronic sau putând lansa el însuşi o contraofertă.

Al doilea aspect specific ce prezintă relevanţă din perspectiva caracterului de contract negociat îl reprezintă obligativitatea realizării tranzacţiei bursiere prin mijlocirea unui intermediar autorizat. Cu acest mandatar investitorul încheie un contract de adeziune, care are natura unui contract cadru, unui acord de principiu în vederea încheierii ulterioare a unor contracte de mandat special, cu precizarea că, în mare parte, clauzele contractuale sunt stabilite de legiuitor şi nu de intermediar. Prin mijlocirea acestui intermediar autorizat investitorul va încheia un contract, care va avea un caracter negociat (în accepţiunea specială, descrisă mai sus a termenului), cu o persoană pe care, în principiu, nu o va cunoaşte niciodată. Elementele care sunt negociate în cadrul unei tranzacţii bursiere sunt **preţul şi cantitatea instrumentelor financiare** ce fac obiectul tranzacţiei. Consimţământul investitorului va fi exprimat cu privire la aceste două elemente prin intermediul ordinului de bursă. Restul clauzelor contractuale sunt prestabilite de dispoziţiile legale sau de normele adoptate de operatorul pieţei sau pieţelor pe care se tranzacţionează titlurile respective, inclusiv condiţiile şi data transferului dreptului de proprietate, momentul până la care trebuie plătit preţul etc.

---

[1] *L. Cotret*, op. cit., p. 138.

Secţiunea a 4-a. Alte caractere juridice

Contractul de vânzare-cumpărare de acţiuni are drept efect **transmiterea unui drept real**, respectiv dreptul de proprietate asupra instrumentelor financiare ce formează obiectul său. În unele situaţii, în cazul instrumentelor derivate, deşi nu se poate nega faptul că investitorul este proprietarul instrumentelor derivate, în ultimă instanţă el are poziţia de debitor sau de creditor în funcţie de evoluţia preţului activului suport al instrumentelor derivate în cauză. În realitate, tocmai calitatea de proprietar al acestor instrumente financiare derivate îi conferă poziţia de debitor sau de creditor. În ceea ce priveşte tranzacţia bursieră care are drept obiect transferul proprietăţii asupra acţiunilor este evident că suntem în prezenţa transmiterii unui drept real.

Tranzacţia bursieră reprezintă un **contract cu executare imediată**, preţul neputând fi plătit în rate, după cum nici dreptul de proprietate neputându-se efectua numai asupra unei părţi din instrumentele financiare obiect al tranzacţiei. Nimic nu împiedică însă, încheierea unui contract de vânzare-cumpărare de acţiuni nelistate cu plata în rate.

Contractul de vânzare-cumpărare de acţiuni listate este un **contract încheiat între profesionişti**, întrucât, în mod obligatoriu în România (potrivit monopolului instituit de art. 3 din Legea nr. 297/2004), se încheie prin mijlocirea unor intermediari autorizaţi, care au calitatea de comisionari. Or, potrivit dispoziţiilor art. 2043 NCC, contractul de comision este mandatul care are ca obiect achiziţionarea sau vânzarea de bunuri ori prestarea de servicii pe seama comitentului şi în numele comisionarului, care acţionează cu titlu profesional, în schimbul unei remuneraţii numită comision.

Titlul III. Părţile contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni. Raporturile juridice create

Capitolul I. Aspecte introductive. necesitatea identificării părţilor unei tranzacţii bursiere

Dreptul modern, detaşându-se de ideile juridice clasice întemeiate pe mitul libertăţii absolute de voinţă la încheierea unui contract, afirmă tot mai pregnant şi în multiple forme teza potrivit căreia dobândirea calităţii de parte a unui contract are o **sursă convenţională sau una legală**[1]. Un subiect de drept nu va deveni parte a unui raport juridic doar în situaţia în care îşi va manifesta consimţământul în acest sens, ci şi atunci când o prevedere legală îi va impune acest lucru. Spre exemplu, în legislaţia română, art. 28 din Legea nr. 296/2004 – Codul consumatorului[2], prevede că unui profesionist îi este interzis refuzul vânzării unui produs sau prestării unui serviciu către un consumator fără un motiv justificat conform prevederilor legale în vigoare.

Reglementările incidente în materia vânzării instrumentelor financiare, limitele aduse prin norme legale imperative libertăţii de voinţă, stabilesc un cadru juridic bine conturat, uneori mai rigid, alteori mai relaxat, aplicabil persoanelor care intenţionează să dobândească calitatea de părţi într-o tranzacţie bursieră.

Problema identificării părţilor unui contract de vânzare-cumpărare de acţiuni, îndeosebi de acţiuni tranzacţionate pe o piaţă reglementată sau într-un sistem multifuncţional de tranzacţionare, prezintă relevanţă deosebită din două considerente principale:

a) în primul rând, pentru a stabili sfera de incidenţă a efectelor contractului, persoanele care sunt afectate de efectele contractului, ţinând cont de dispoziţiile art. 1280 NCC, în condiţiile în care tranzacţiile pe piaţa de capital se încheie în mod obligatoriu prin mijlocirea intermediarilor autorizaţi.

b) în al doilea rând, pentru a stabili dacă investitorii în contul cărora se execută tranzacţiile au o răspundere contractuală unul faţă de altul. În alţi termeni, pentru a stabili sfera de incidenţă a principiului relativităţii efectelor tranzacţiei bursiere.

Vom analiza în mod distinct părţile contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni, în funcţie de locul încheierii actului translativ de proprietate, respectiv, vânzarea acţiunilor necotate, transmise prin declaraţie în registrul acţionarilor (sau prin simpla tradiţiune în cazul titlurilor la purtător) şi tranzacţiile cu acţiuni încheiate pe o piaţă reglementată sau într-un sistem multifuncţional de tranzacţionare. O categorie intermediară, ar apărea a fi acele tranzacţii cu instrumente financiare listate pe o piaţă

---

[1] *C. Guelfucci-Thibierge*, De l'élargissement de la notion de partie au contrat... à l'élargissement de la portée du principe de l'effet relatif, RTD Civ. 1994, p. 282, n. 29.

[2] Republicată în M.Of. nr. 224 din 24 martie 2008.

BCU CLUJ / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

reglementată sau într-un sistem multifuncţional, dar care se încheie pe o piaţă de tip OTC.

Pe de altă parte, în condiţiile în care conţinutul, modul de încheiere şi producerea efectelor tranzacţiei bursiere sunt influenţate de alte subiecte de drept decât investitorii în contul cărora se răsfrâng efectele patrimoniale ale operaţiunii, este important a se stabili şi explica rolul şi prerogativele acestor persoane juridice în încheierea şi executarea tranzacţiei bursiere.

În anumite situaţii, una dintre părţile tranzacţiei este un profesionist al pieţei de capital, a cărui activitate este reglementată prin norme speciale, subiectul de drept respectiv fiind supus autorizării din partea autorităţii administrative a pieţei de capital.

Capitolul II. Elemente specifice privind părţile contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni

Secţiunea 1. Părţile contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni nelistate

În primul caz, al contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni necotate, în privinţa cărora dreptul de proprietate se transmite prin declaraţie în registrul acţionarilor, făcută de cedent şi de cesionar, nu se ridică niciun fel de probleme cu privire la sfera de incidenţă a efectelor contractului sau cu privire la existenţa unei răspunderi contractuale reciproce între cumpărător şi vânzător.

În cazul în care contractul de vânzare-cumpărare de acţiuni este încheiat în baza unui mandat fără reprezentare, va trebui distins după cum mandatarul va fi un comerciant profesionist, situaţie în care vom fi în prezenţa unui contract de comision, sau împuternicitul este un subiect de drept fără calitatea de comerciant, caz în care vor fi aplicabilele regulile *convenţiei de prête-nom*[1].

În ipoteza unei convenţii de *prête-nom*, se vor aplica regulile de drept comun. Astfel, societatea emitentă va avea teoretic calitatea de terţ de bună-credinţă, iar mandatarul va deveni acţionar al acesteia şi va putea exercita toate drepturile conferite de proprietatea asupra acţiunilor.

Mandantul, atunci când are interes, are posibilitatea de a intenta o acţiune în declararea simulaţiei[2] împotriva mandatarului-acţionar pentru a înlătura aparenţa creată de actul public care l-a transformat pe mandatar în acţionar.

---

[1] *Fr. Deak*, op. cit., p. 335.

[2] Ibidem, p. 338.

Secţiunea a 2-a. Părţile contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni listate

Regulile de drept aplicabile în cazul acţiunilor listate sunt vădit mai complexe şi derivă în principal din raţiunea de a se asigura o celeritate sporită tranzacţiilor pe piaţa de capital, prin eliminarea tuturor stavilelor care pot impieta asupra afirmării plenare a caracterului negociabilităţii instrumentelor financiare.

În cazul marilor investitori, a investitorilor instituţionali, care efectuează zilnic mii de tranzacţii ar fi extrem de dificil şi costisitor să emită în fiecare zi mii sau zeci de mii de ordine de bursă şi să asigure transferul sumelor necesare executării acestor ordine. De aceea, se utilizează serviciile unui intermediar, de regulă o bancă custode sau o societatea de servicii de investiţii financiare, care are în principal poziţia juridică a unui mandatar, împrumutând însă şi caracteristici ale unui depozitar.

O obligaţie esenţială a custodelui global o reprezintă realizarea înscrierii în cont a instrumentelor financiare deţinute pentru titularul (acţionarul) lor real[1].

Relaţia contractuală dintre intermediar şi clientul său acoperă, de regulă, o paletă largă de activităţi, intermediarul fiind un „conservator global al titlurilor"[2].

În aceste raporturi juridice complexe create între intermediar (custodele) şi investitor, pot fi întâlnite următoarele situaţii:

a) situaţia în care proprietarul instrumentelor financiare (acţiunilor) este aceeaşi persoană cu cea care beneficiază de efectele patrimoniale şi nepatrimoniale ale contractului de vânzare-cumpărare de instrumente financiare. În acest caz, custodele va încheia tranzacţiile în contul investitorului, în temeiul unui contract de servicii de investiţii financiare propriu-zis sau în baza unui contract de administrare discreţionară a portofoliului. Scopul contractului încheiat de investitor cu custodele este de externaliza problema emiterii ordinelor de tranzacţionare şi a celor de transfer de numerar, precum şi aceea a menţinerii legăturii cu brokerii locali. Decizia de a investi sau de a vinde anumite active financiare aparţine în această situaţie investitorului, care i-o comunică custodelui. Custodele, poate fi global sau local, respectiv un custode care acţionează în numele investitorului pe mai multe pieţe financiare, localizate în state diferite, sau un custode localizat în statul în care funcţionează o anumită piaţă. De regulă, custodele global, prin filialele sale din statele în care se află localizate diversele pieţe financiare încheie în numele clientului-investitor un contract de servicii de investiţii financiare cu un broker local, prin intermediul căruia se vor încheia tranzacţiile pe piaţa financiară respectivă.

b) situaţia în care proprietarul instrumentelor financiare şi beneficiarul efectelor patrimoniale ale contractului de vânzare-cumpărare de instrumente financiare sunt persoane diferite. Scopul urmărit de investitor prin încheierea unui asemenea contract este de a transmite unui profesionist al pieţei răspunderea pentru realizarea investiţiilor pe pieţele financiare. Acest profesionist al pieţei, în schimbul unui comision va administra activele financiare şi numerarul transmise de către investitor, încheind în nume şi cont propriu tranzacţiile.

---

[1] *C. Muller,* L'identification des actionnaires, http://cde.alsace.cnrs.fr/IMG/pdf/Muller-2.pdf, p. 27.

[2] Ibidem.

c) situaţia în care proprietarul instrumentelor financiare (acţiunilor) este aceeaşi persoană cu cea care beneficiază de efectele patrimoniale ale contractului de vânzare-cumpărare de instrumente financiare, însă este diferită de persoana care exercită drepturile nepatrimoniale izvorâte din calitatea de proprietar al titlurilor respective şi care apare în faţa terţilor ca proprietar al acestora. Scopul urmărit de investitor în acest caz este de a realiza cu celeritate operaţiunile pe piaţa de capital, prin intermediul unui profesionist al pieţei, rămânând însă proprietarul instrumentelor financiare achiziţionate prin intermediul acestui profesionist. Pentru terţi însă, va apărea ca proprietar intermediarul.

d) poate exista situaţia în care se utilizează sistemul de conturi globale. În prezent, nu există o definiţie a contului global în legislaţia primară sau în cea emisă de către C.N.V.M. Potrivit art. 1 alin. (1) pct. 14^1 din Titlul preliminar al Codului B.V.B. – operator de piaţă, contul global este acel cont de instrumente financiare deschis de un Participant/agent custode, în care sunt înregistrate instrumentele financiare aflate în proprietatea clienţilor al căror mandatar este Participantul/agentul custode respectiv. În cazul tranzacţiilor în care sunt implicate conturi globale, sunt permise tranzacţii în care şi la vânzare şi la cumpărare figurează acelaşi cont global (art. 102^1 din Codul B.V.B. - operator de piaţă). Intermediarul autorizat sau custodele poartă răspunderea identificării proprietarului unor valori mobiliare dintre cele depozitate în sistemul administrat de depozitarul central, în cazul în care valorile mobiliare respective sunt înregistrate în conturi globale deschise în sistemul depozitarului central, conform art. 62 alin. (2) teza ultimă din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005. Practic, în această situaţie, evidenţa acţionarilor este ţinută de intermediarul autorizat şi nu de către depozitar, însă nu există nicio diferenţă între proprietarul instrumentelor financiare şi beneficiarul efectelor patrimoniale ale deţinerii acestora, fiind doar o chestiune de evidenţă a deţinătorilor de instrumente financiare. Acest mecanism al conturilor globale are drept obiectiv asigurarea celerităţii încheierii tranzacţiilor de către intermediarii autorizaţi pe o piaţă de capital.

Secţiunea a 3-a. Situaţii juridice în care beneficiarul real al efectelor patrimoniale ale contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni este o altă persoană decât partea în numele căreia este încheiat

Aceste situaţii reprezintă în realitate fie excepţii de la principiul relativităţii efectelor contractului, îmbrăcând natura juridică a stipulaţiei pentru altul, fie de la principiul opozabilităţii faţă de terţi a contractului, îmbrăcând natura juridică a simulaţiei prin interpunere de persoane.

3.1. Trust contract. Contractul de fiducie

În dreptul anglo-saxon a fost consacrat aşa-numitul *trust contract*, care reprezintă o convenţie prin care o parte denumită „*trustor*" transmite dreptul de proprietate asupra unuia sau mai multor active către una sau mai multe persoane, denumite „*trustees*" (administratori) pentru fi conservate şi protejate, în beneficiul unuia sau mai multor beneficiari ai *trust*-ului. Acest contract conţine de regulă clauze cu privire la: scopul încheierii sale şi condiţiile în care îşi va înceta efectele; descrierea activelor care fac obiectul contractului; puterile şi limitele puterilor administratorilor, obligaţiile lor de raportare şi alte dispoziţii conexe cu acestea; de asemenea, contractul prevede şi remuneraţia administratorilor.[1] Persoanele împuternicite sunt ţinute să acţioneze şi să-şi exercite prerogativele asupra patrimoniului „*trust*-ului" cu discreţie într-o manieră responsabilă[2].

Contractul de *trust* din dreptul anglo-saxon prezintă puternice asemănări cu contractul de fiducie, consacrat în art. 2011-2035 C.civ. francez şi în art. 773-791 NCC român.

În dreptul francez, fiducia a fost caracterizată drept „operaţiunea prin care unul sau mai mulţi constituanţi transferă bunuri, drepturi sau garanţii sau un ansamblu de bunuri, drepturi sau garanţii, prezente sau viitoare, către unul sau mai mulţi fiduciari care le păstrează separat de patrimoniul lor propriu, acţionând în scopul determinat de a realiza profit pentru unul sau mai mulţi beneficiari (art. 2011 C.civ. francez).

Instituţia juridică a fiduciei, inexistentă până în prezent în normele juridice din dreptul român, a fost introdusă prin Titlul IV al Noului Cod civil şi prezintă puternice similitudini cu textul francez. Astfel, potrivit art. 773, „Fiducia este operaţiunea juridică prin care unul sau mai mulţi constituitori transferă drepturi reale, drepturi de creanţă, garanţii ori alte drepturi patrimoniale sau un ansamblu de asemenea drepturi, prezente ori viitoare, către unul sau mai mulţi fiduciari care le administrează cu un scop determinat, în folosul unuia sau al mai multor beneficiari. Aceste drepturi alcătuiesc o masă patrimonială autonomă, distinctă de celelalte drepturi şi obligaţii din patrimoniile fiduciarilor."

În temeiul contractului de trust sau de fiducie, dacă respectivul act juridic îi permite, administratorul sau fiduciarul va putea încheia acte de dispoziţie, de vânzare ori de cumpărare cu privire la bunurile sau drepturile transferate. Potrivit art. 782. alin. (1) NCC, „atunci când fiduciarul acţionează în contul masei patrimoniale fiduciare, el trebuie să facă menţiune expresă în acest sens. De asemenea, când masa patrimonială fiduciară cuprinde drepturi a căror transmitere este supusă publicităţii, în registrul de publicitate trebuie să se menţioneze denumirea fiduciarului şi calitatea în care acţionează. În caz contrar, dacă actul este păgubitor pentru constituitor, se va considera că actul a fost încheiat de fiduciar în nume propriu".

S-a observat în mod corect că specificitatea transferului fiduciar constă în aceea că fiduciarul dobândeşte proprietatea asupra unor bunuri în virtutea acestui contract, care nu este nici de vânzare-cumpărare, nici de schimb, nici de donaţie[3].

Prin intermediul contractului de trust, administratorul poate vinde, cumpăra, exercita drepturile de vot ataşate acţiunilor ce fac parte din patrimoniul trust-ului, precum şi să recurgă pentru îndeplinirea acestor operaţiuni la serviciile unui mandatar, însă principiul echităţii, ce acţionează cu forţă în dreptul anglo-saxon îi interzice să dispună cu titlu gratuit de aceste drepturi sau bunuri[4].

---

[1] http://www.businessdictionary.com/definition/trust-agreement.html.

[2] *M. Ramjohn*, Cases and Materials on Equity and Trusts, 4th edition, Routledge-Cavendish, 2008, p. 96.

[3] *C. Muller*, op. cit., p. 19.

[4] Ibidem, p.18.

Conform art. 776 alin. (2) NCC, „pot avea calitatea de fiduciari în acest contract numai instituţiile de credit, societăţile de investiţii şi de administrare a investiţiilor, societăţile de servicii de investiţii financiare, societăţile de asigurare şi de reasigurare legal înfiinţate".

Potrivit art. 782 NCC, atunci când fiduciarul acţionează în contul masei patrimoniale fiduciare, el trebuie să facă menţiune expresă în acest sens. De asemenea, când masa patrimonială fiduciară cuprinde drepturi a căror transmitere este supusă publicităţii, în registrul de publicitate trebuie să se menţioneze denumirea fiduciarului şi calitatea în care acţionează. În caz contrar, dacă actul este păgubitor pentru constituitor, se va considera că actul a fost încheiat de fiduciar în nume propriu.

Contractul de fiducie este întemeiat pe instituţia juridică a stipulaţiei pentru altul, constituitorul având calitatea de stipulant, fiduciarul de promitent, iar beneficiarul fiduciei având calitatea de terţ beneficiar. În cazul fiduciei însă, conform art. 777 NCC, beneficiarul poate fi fie constituitorul, fie fiduciarul, fie un terţ.

Potrivit Codului civil francez, precum şi Noului Cod civil român, fiducia se poate constitui prin lege sau prin contract. Dispoziţiile art. 774 alin. (1) NCC român prevăd obligativitatea formei autentice *ad validitatem* pentru contractul de constituire a fiduciei, dispoziţie inexistentă în reglementarea franceză.

Apreciem că acest formalism obligatoriu pentru încheierea validă a contractului de fiducie prezent în legea română, destinat să protejeze constituitorul, eventual investitor pe piaţa de capital, îi diminuează acestui tip de contract utilitatea practică pe care ar fi putut să o aibă în domeniul operaţiunilor cu instrumente financiare.

3.2. Operaţiunile de tip *nominee*

În situaţia tranzacţiilor *nominee*, investitorul constituie un depozit de numerar într-un cont deschis la o firmă de brokeraj sau la o bancă sau transferă în contul acesteia instrumente financiare achiziţionate anterior, împuternicind-o pe aceasta să efectueze tranzacţii de vânzare sau de cumpărare în cont propriu, dar cu obligaţia de a-i transfera beneficiile rezultate în urma operaţiunilor respective.

Conturile *nominee* sunt conturile de instrumente financiare deschise de către un custode sau o firmă de brokeraj pentru a păstra activele financiare ale clienţilor săi, identitatea beneficiarului real, respectiv a proprietarului real al instrumentelor financiare, nefiind dezvăluită terţilor. În categoria terţi intră: operatorul de piaţă, depozitarul central, autoritatea pieţei de capital. În cazul tranzacţiilor cu instrumente financiare în care una dintre părţi este intermediarul autorizat sau banca custode operând prin conturi *nominee,* nu sunt identificaţi clienţii custodelui pentru care se realizează tranzacţia, alocarea urmând să se efectueze de către custode (*nominee*) ulterior încheierii tranzacţiei.

Aşadar, pentru terţi proprietarul instrumentelor financiare achiziţionate prin conturile *nominee* va fi firma de brokeraj sau banca în cauză, care va deţine toate drepturile nepatrimoniale derivate din calitatea de acţionar (de a participa la adunarea generală, de a primi materialele informative aferente ordinii de zi, de a vota etc.), însă drepturile patrimoniale aferente calităţii de acţionar (dreptul la dividende, dreptul la sumele de bani rezultate în urma vânzării titlurilor ţinute în conturile *nominee*) vor reveni investitorului.

Deţinerea titlurilor în conturi *nominee* se realizează şi de către firmele de brokeraj, îndeosebi din **raţiuni de operativitate**. Acest procedeu oferă avantajul unei tranzacţionări mai rapide (plăţile se efectuează cu celeritate, uneori şi transferul instrumentelor financiare este accelerat). În plus, costurile sunt mai reduse. Un dezavantaj al acestui sistem ar consta în aceea că, nefigurând ca acţionar, investitorul nu primeşte raportările companiei şi nu-şi poate exercita pe deplin informat drepturile de acţionar, în afara situaţiei în care brokerul îi oferă serviciul suplimentar de a-i retransmite aceste raportări[1].

În aceste condiţii, contractul de cont *nominee* presupune o simulaţie prin interpunere de persoane.

Între raporturile juridice create între fiduciar şi beneficiar respectiv între custodele (*nomineee*) şi investitorul-beneficiar al drepturilor patrimoniale se remarcă o diferenţă majoră. Astfel, fiduciarul va fi întotdeauna proprietarul instrumentelor financiare dobândite în patrimoniul fiduciar, în timp ce custodele (*nominee*) nu va avea această calitate, deşi figurează ca titular al dreptului de proprietate pentru terţi.

Pentru a concilia cerinţele transparenţei societăţilor listate pe pieţele reglementate cu necesitatea celerităţii asigurate prin operaţiunile de tip *nominee*, Parlamentul European a stabilit, în cadrul art. 13 din Directiva 2007/36/CE, regulile şi limitele în care, în cazul participării la o adunare generală, custodele (firmă de investiţii sau bancă) dezvăluie date cu privire la beneficiarii reali ai acţiunilor deţinute: „(1) Prezentul articol se aplică în cazul în care o persoană fizică sau juridică recunoscută drept acţionar în temeiul legii aplicabile acţionează, pe durata desfăşurării unei activităţi comerciale, în numele unei alte persoane fizice sau juridice („clientul”). (2) În cazul în care legea aplicabilă impune dezvăluirea ca o condiţie prealabilă pentru exercitarea dreptului de vot de către acţionarii menţionaţi la alin. (1), această condiţie nu poate impune mai mult decât elaborarea unei liste cuprinzând identitatea fiecărui client şi numărul de acţiuni în baza cărora se votează în numele lui, listă ce trebuie adusă la cunoştinţa societăţii. (3) În cazul în care legea aplicabilă impune condiţii de formă în ceea ce priveşte exercitarea dreptului de vot de către acţionarii menţionaţi la alin. (1), sau cu referire la instrucţiunile de vot, respectivele condiţii de formă nu depăşesc ceea ce este necesar pentru a asigura identificarea clientului sau, respectiv, pentru a face posibilă verificarea cuprinsului instrucţiunilor de vot, şi sunt proporţionale cu realizarea obiectivelor respective. (4) Acţionarilor menţionaţi la alin. (1) li se permite să exprime, pentru unele dintre acţiuni, voturi diferite de cele aferente altor acţiuni.”

Dispoziţiile art. 13 din Directiva 2007/36/CE vizează conturile de tip *nominee* şi nu cele ale patrimoniului fiduciar (trust), întrucât, în acest din urmă caz, proprietatea asupra acţiunilor şi drepturile aferente, atât nepatrimoniale, cât şi patrimoniale aparţin fiduciarului.

---

[1] www.finance-glossary.com.

3.3. Instrumente financiare derivate care dau dreptul la achiziţia de acţiuni (certificatele de depozit)

Pe de altă parte, pe marile pieţe financiare sunt utilizate instrumente financiare derivate, de regulă certificate de depozit (*depositary receipts*) care dau dreptul proprietarului să achiziţioneze instrumente financiare propriu-zise, cele mai des întâlnite fiind certificatele de depozit care conferă titularului vocaţia de a dobândi acţiuni.

Certificatul de depozit (*depositary receipt*) este un titlu de valoare emis de către o bancă comercială, care îndeplineşte şi rolul de custode, pentru acţiunile emise de o societate listată, acţiuni ţinute de banca respectivă în temeiul unui contract de custodie încheiat cu acţionarul[1].

Aceste certificate de depozit nu conţin numărul acţiunilor deţinute, ci doar valoarea totală a investiţiei acţionarului respectiv în aceste acţiuni. Din acest motiv, este dificil la prima vedere să se calculeze numărul drepturilor de vot conferite de un asemenea certificat de depozit. Societăţile emitente pot stabili anumite metode de calcul a numărului drepturilor de vot (a voturilor) la care dă dreptul un certificat de depozit. În general, numărul voturilor se obţine prin *împărţirea* valorii înscrise pe certificatul de depozit (a sumei de bani) la preţul de piaţă al acţiunii respective la o anumită dată[2].

3.4. Drept comparat referitor la identificarea beneficiarului real al efectelor patrimoniale izvorând din raporturile juridice încheiate pe piaţa de capital

În art. L 228-1 alin. (7) C.com. francez este reglementată situaţia investitorului deţinător de acţiuni listate care nu este domiciliat pe teritoriul Franţei. Astfel, dacă titluri de capital ale societăţii au fost admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată şi dacă proprietarul acestora nu are domiciliul pe teritoriul francez, orice intermediar poate fi înscris pe contul acestui proprietar. Această înscriere poate fi făcută sub forma unui cont colectiv sau prin mai multe conturi individuale pentru fiecare proprietar. Intermediarul înscris este ţinut, în momentul deschiderii contului fie pe lângă societatea emitentă, fie pe lângă un depozitar care gestionează conturile, să declare, calitatea sa de intermediar deţinând titluri pentru o altă persoană.

De asemenea, potrivit art. 228-2 C.com. francez, societatea emitentă, în baza listei transmise de către depozitarul central ce conţine numele persoanelor care figurează înregistrate în calitate de acţionari, are posibilitatea de a solicita, fie prin intermediul depozitarului central, fie direct, persoanelor ce figurează pe această listă şi pentru care societatea estimează că ar putea fi înscrisă în conturile acestora, informaţiile privind proprietarii reali ai titlurilor.

---

[1] Conform *S. Bodu,* Dicţionar explicativ de termeni juridici. Dreptul societăţilor comerciale, Ed. Rosetti, 2005, p. 43.

[2] În cazul adunării generale de aprobare a bilanţului pe anul 2005 la ABN AMRO Holding NV, numărul drepturilor de vot conferite de un certificat de depozit se obţine prin împărţirea valorii nominale totale a certificatelor de depozit pentru care deţinătorul s-a înregistrat ca participant la AGA la preţul de închidere al unei acţiuni în data de 31 martie 2006 apud Financial Times, marţi, 4 aprilie 2006, p. 20.

Aceste persoane sunt ținute, atunci când au calitatea de intermediar, de a dezvălui identitatea proprietarilor acestor titluri. Informația este furnizată direct persoanei juridice care gestionează contul (dacă este alta decât depozitarul central), acesta din urmă având obligația de a o transmite, după caz, societății emitente sau depozitarului central mai sus menționat.

O normă juridică deosebit de importantă este conținută de art. 228-3, care prevede că, în situația în care este vorba de titluri nominative, care dau în cel mai scurt timp sau la un anumit moment acces la capital, intermediarul înscris în calitate de proprietar al titlurilor este ținut de a dezvălui identitatea proprietarilor acestor titluri, cât și numărul de titluri deținute de fiecare, la solicitarea societății emitente sau a mandatarului acesteia.

Drepturile speciale atașate acțiunilor nominative nu pot fi exercitate de către un intermediar înscris în calitate de proprietar decât dacă informațiile furnizate permit controlul condițiilor solicitate pentru exercitarea acestor drepturi.

În sfârșit, conform art. L 228-3-1 C.com. francez, este acordată emitentului prerogativa de a solicita tuturor acționarilor persoane juridice care dețin peste a patruzecea parte din capitalul social sau din drepturile de vot (respectiv 2,5% din capitalul social sau drepturile de vot) să comunice identitatea persoanelor fizice care dețin direct sau indirect mai mult de o treime din capitalul lor social sau din drepturile lor de vot. O astfel de prevedere este menită să înlăture efectele negative create de conduita netransparentă a unor investitori care încearcă să evite incidența unor norme imperative care i-ar împiedica să dobândească dețineri importante la capitalul social al unor societăți, prin achiziționarea în mod indirect a acțiunilor emise de acestea, prin intermediul unor vehicule financiare intermediare.

Secțiunea a 4-a. Părțile tranzacțiilor încheiate pe piețele de negociere tip OTC

Pe acest tip de piețe pot fi încheiate tranzacții (contracte de vânzare-cumpărare) cu valori mobiliare admise la tranzacționare pe o piață reglementată sau într-un sistem multifuncțional (alternativ) de tranzacționare, precum și cu instrumente financiare care nu sunt tranzacționate în cadrul niciunui sistem de tranzacționare.

Având în vedere că tranzacțiile încheiate pe acest tip de piață presupun negocierea în prealabil a tranzacției, regulile privind încheierea tranzacțiilor aplicabile unui sistem multilateral de tranzacționare nu vor fi incidente. Vor fi însă aplicabile, în cazul în care este vorba de instrumente financiare care sunt tranzacționate și pe o piață reglementată, acele norme de transparență ante și post tranzacționare care asigură respectarea principiului protecției investitorilor.

În principiu, tranzacțiile încheiate pe o piață de tip OTC se realizează tot prin mijlocirea unor intermediari autorizați, în baza unor contracte de servicii de investiții financiare, care au o natură comercială, de contract de comision (mandat comercial fără reprezentare). Aceleași aspecte privind efectuarea tranzacțiilor prin intermediul unor custozi globali sau/și locali caracterizează, de regulă, și tranzacțiile încheiate pe piețele OTC.

Capitolul III. Intermediarii autorizaţi – persoane juridice implicate în încheierea tranzacţiei bursiere

Secţiunea 1. Obligativitatea încheierii tranzacţiilor pe piaţa de capital prin mandatar

1.1. Temeiul de drept al obligativităţii încheierii prin mandatar a tranzacţiilor pe piaţa de capital

Potrivit dispoziţiilor art. 3 din Legea nr. 297/2004 privind piaţa de capital, serviciile de investiţii financiare privind instrumentele financiare pot fi prestate cu titlu profesional numai de intermediarii autorizaţi, societăţi de servicii de investiţii financiare sau instituţii de credit sau entităţi de natura acestora autorizate în state membre sau nemembre să presteze servicii de investiţii financiare.

Conform art. 3 alin. (2) din Legea pieţei de capital intermediarii care prestează servicii de investiţii financiare în România vor fi înscrişi în registrul ţinut de C.N.V.M., după cum urmează:

a) societăţile de servicii de investiţii financiare şi intermediarii din statele nemembre, în baza autorizaţiei acordate de C.N.V.M.;

b) instituţiile de credit, autorizate de Banca Naţională a României;

c) echivalentul instituţiilor de credit şi al societăţilor de servicii de investiţii financiare, autorizate de către autorităţile competente din statele membre.

1.2. Rolul intermediarilor pe piaţa de capital

În principiu un intermediar are rolul central de a constitui **puntea de legătură între investitor şi mecanismele pieţei de capital**. Accesul investitorilor la piaţa de capital nu se poate realiza în mod direct, ci numai prin intermediul unor profesionişti reglementaţi, autorizaţi şi supravegheaţi de o autoritate publică. Această soluţie s-a impus datorită unor exigenţe care ţin de evitarea riscurilor perturbărilor în funcţionarea unei pieţe ordonate şi mai ales, de evitarea prejudicierii investitorilor.

S-a arătat[1] că intermediarii îndeplinesc patru funcţii: funcţia de atragere a capitalului prin punerea în legătură a investitorului cu emitenţii; funcţia de generare a unui mecanism de formare a preţului pentru valorile mobiliare; funcţia de generare a unui mecanism pentru investitori, de transformare a lichidităţilor în investiţii; funcţia de proliferare a produselor pieţei.

În literatura americană, având-se în vedere rolul de administratori de sistem de tranzacţionare, bilateral sau multilateral, al firmelor de intermediere (brokeraj), s-a subliniat că intermedierea realizată de brokeri reprezintă „un ingredient esenţial al succesului pe pieţe caracterizate de dispersie, furnizând o **platformă centralizatoare pentru determinarea preţurilor**"[2].

---

[1] *A. Ţuţuianu*, Piaţa de capital. Regimul juridic aplicabil participanţilor, Ed. Hamangiu, 2007, p. 235.

[2] *R. Hudson, A. Colley, M. Largan*, The capital markets & financial management in banking, Ed. Amacom, 1999, p. 92.

Firmele de investiţii nu pot funcţiona în absenţa **autorizării activităţii** de către C.N.V.M. potrivit paragrafului 17 din „Preambulul" MiFID, scopul vizat de legiuitor prin impunerea unei astfel de condiţii îl reprezintă **asigurarea protecţiei investitorilor şi a stabilităţii sistemului financiar**. Instituţiile de credit din statele membre autorizate potrivit legislaţiei bancare nu trebuie să fie autorizate de autoritatea competentă a pieţei de capital.

Firmele de investiţii din România beneficiază de **trei prerogative esenţiale** odată cu dobândirea calităţii de intermediar autorizat pe o piaţă de capital: a) dreptul de monopol asupra serviciilor de investiţii financiare, împărţit, după cum am văzut cu instituţiile de credit, b) accesul la pieţele reglementate, concretizat prin dreptul de a încheia tranzacţii în numele clienţilor şi, dacă există autorizaţie în acest sens şi în nume propriu; c) dreptul de a presta servicii în orice stat al Uniunii Europene în baza „paşaportului european".

1.3. Aspecte privind monopolul prestării serviciilor de investiţii financiare

S-a evidenţiat în literatura de specialitate[1] că „rezervarea sistemelor de tranzacţionare pentru profesionişti autorizaţi este o garanţie a securităţii operaţiunilor bursiere, o cerinţă pentru conservarea integrităţii şi funcţionării regulate a pieţelor de tranzacţionare". Doctrina franceză[2] a relevat existenţa unui **dublu monopol** al intermediarilor autorizaţi: a) monopolul prestării serviciilor de investiţii; b) monopolul negocierii şi tranzacţiilor cu instrumente financiare listate.

Monopolul privind efectuarea negocierilor şi încheierea tranzacţiilor pe piaţa de capital cu instrumente financiare, deşi nu îşi găseşte o consacrare legală expresă, rezultă implicit din natura operaţiunilor care pot fi efectuate cu aceste instrumente, caracteristica lor esenţială fiind aceea că sunt **operaţiuni intermediate**[3].

Nici chiar **investitorii instituţionali** sau **calificaţi** (în accepţiunea dată de legea pieţei de capital, art. 2 alin. (1) pct. 15), în condiţiile în care nu sunt societăţi de servicii de investiţii financiare sau instituţii de credit nu pot să încheie direct tranzacţii pe piaţa de capital.

Sancţiunea nerespectării monopolului intermediarilor autorizaţi diferă, după cum fapta îmbracă **forma contravenţiei, ori a infracţiunii**. Potrivit art. 272 lit. b) din lege desfăşurarea fără autorizaţie, a oricăror activităţi sau operaţiuni pentru care prevederile legale impun autorizarea este considerată fiind contravenţie la regimul juridic al pieţei de capital. În acelaşi timp, în cazul în care sunt accesate cu intenţie de către persoane neautorizate sistemele electronice de tranzacţionare, fapte este tratată ca fiind infracţiune, potrivit dispoziţiilor art. 279 alin. (2) din lege. Va fi considerată contravenţie şi **depăşirea limitelor** pentru care autoritatea pieţei de capital a acordat autorizaţia.

Singurele **excepţii de la monopolul intermediarilor** autorizaţi sunt reprezentate de activităţile desfăşurate de entităţile enumerate în art. 3 alin. (4) de către Banca

---

[1] *C. Gheorghe*, Dreptul pieţei de capital, Ed. C.H. Beck, 2009, Bucureşti, p. 89.

[2] *T. Bonneau, F. Drummond*, Droit des marchés financiers, Ed. Economica, Paris, 2002, p. 314.

[3] Ibidem, p. 315.

Naţională a României sau a altor instituţii şi autorităţi publice care îndeplinesc funcţii similare în legătură cu politica monetară, cursul de schimb, datoria publică şi administrarea rezervelor statului.

Jurisprudenţa franceză a sancţionat, fie pe cale civilă, fie pe cale penală, prestarea serviciilor de investiţii financiare fără autorizaţia legală. Secţia penală a Curţii de Casaţie a admis pe latură civilă o cerere de despăgubiri[1], arătând că „delictul de gestiune a portofoliului fără autorizaţie priveşte un interes general, putând cauza în egală măsură particularilor un prejudiciu direct şi personal, de natură să servească drept fundament al acţiunii civile în faţa jurisdicţiei de reprimare (n.n. penale)".

Capitolul IV. Problema raporturilor juridice existente pe piaţa de capital între subiectele de drept implicate în încheierea tranzacţiei bursiere şi în producerea efectelor acesteia

Fizionomia specială a raporturilor juridice încheiate pe piaţa de capital necesită o prezentare şi o analiză a acestora care să ţină cont de tiparele clasice ale dreptului comun, dar, în acelaşi timp, să nu omită caracteristicile deosebite ale relaţiilor comerciale încheiate între actorii pieţei de capital. Răspunsul la cele două întrebări formulate la începutul acestui capitol va fi influenţat într-o măsură covârşitoare de decelarea corectă a raporturilor juridice încheiate între participanţii la activităţile desfăşurate pe piaţa de capital.

În acelaşi timp este utilă sublinierea schimbării de paradigmă operată de Noul Cod civil în privinţa aplicării principiului *res inter alios acta, aliis necque nocere necque prodesse potest*. Vechiul Cod civil reda cu fidelitate în cadrul art. 973 acest principiu, neprevăzând nicio situaţie de excepţie de la aplicarea sa. Dispoziţiile art. 1280 NCC permit derogarea prin lege de la principiul limitării efectelor convenţiei numai la părţile contractante. În fond, noua reglementare reprezintă o adaptare a dreptului comun reglementat la „dreptul viu", generat de noile realităţi economice şi sociale intervenite în epoca contemporană. Se consacră astfel şi normativ soluţia deja introdusă în spaţiul juridic pe cale pretoriană, în sensul eliminării rigidităţii lui *„res inter alios acta..."*, în beneficiul acordării unei protecţii adecvate circuitului juridic.

Secţiunea 1. Identificarea raporturilor juridice generate de încheierea unei tranzacţii pe piaţa de capital

În situaţia tranzacţiilor bursiere efectuarea unei oferte de a contracta, urmată de acceptarea acesteia este de natură să dea naştere următoarelor raporturi juridice:

a) raportul juridic încheiat între investitorul-vânzător şi intermediarul autorizat căruia i-a transmis un mandat special de a vinde anumite instrumente financiare (acţiuni) din contul său, concretizat prin ordinul de bursă;

---

[1] Crim., 24 feb. 1993, citată în *T. Bonneau, F. Drummond*, op. cit., p. 316.

b) raportul juridic încheiat între investitorul-cumpărător şi intermediarul autorizat căruia i-a transmis un mandat special de a cumpăra anumite instrumente financiare (acţiuni) în contul său, concretizat prin ordinul de bursă;

c) raportul juridic încheiat între intermediarul autorizat care a iniţiat ordinul de vânzare şi intermediarul autorizat care a iniţiat ordinul de cumpărare la acelaşi preţ şi pentru acelaşi instrument financiar; este vorba de raportul juridic dintre intermediarii autorizaţi care au încheiat propriu-zis tranzacţia în nume propriu, dar în contul clienţilor lor;

d) raporturile juridice dintre intermediarii autorizaţi care au încheiat tranzacţia în temeiul ordinelor date de clienţii lor şi operatorul de piaţă sau de sistem care a oferit platforma de tranzacţionare în cadrul căreia s-a încheiat tranzacţia;

e) raporturile juridice create între intermediarii autorizaţi care au încheiat tranzacţia în temeiul ordinelor date de clienţii lor şi societatea care efectuează operaţiunile de registru şi de compensare-decontare; în România aceste operaţiuni sunt realizate de un depozitar central, definit de art. 146 din Legea nr. 297/2004, persoană juridică autorizată de C.N.V.M. (atribuţiile depozitarului central sunt descrise în art. 146 din lege, precum şi în Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005).

Din această enumerare a raporturilor juridice create ca urmare a întâlnirii cererii şi a ofertei pe piaţa de capital, rezultă că sunt trei persoane juridice care contribuie în mod obligatoriu, *ex lege*, la încheierea contractului de vânzare-cumpărare de instrumente financiare. Astfel, două dintre aceste trei persoane juridice, respectiv operatorul de piaţă şi depozitarul central suportă efectele juridice ale tranzacţiei, deşi nu şi-au exprimat consimţământul în vederea încheierii ei. Intermediarul autorizat, acceptând contractul de mandat special, concretizat prin ordinul de bursă, are rolul unui comisionar.

Întrucât raporturile juridice dintre investitorul-client şi intermediarul autorizat le vom analiza separat, credem că prezintă interes o analiză succintă a celorlalte raporturi juridice născute ca urmare a iniţierii unui ordin de tranzacţionare, în baza unui ordin de bursă, de către intermediarul autorizat, urmat de încheierea unei tranzacţii bursiere.

De asemenea, vom prezenta natura şi conţinutul raportului juridic încheiat între investitorul pe piaţa de capital şi persoana juridică, subiect de drept privat, care prestează servicii de registru şi de compensare-decontare.

Secţiunea a 2-a. Raporturile juridice dintre intermediarii autorizaţi care au încheiat tranzacţia în temeiul ordinelor date de clienţii lor şi operatorul de piaţă sau de sistem

Operatorul de piaţă sau de sistem nu intră în niciun fel de raport juridic cu investitorii care efectuează tranzacţii pe piaţa sau în cadrul sistemului de tranzacţionare administrat de operator. Operatorul de piaţă va intra în raporturi juridice doar cu intermediarul autorizat, care va avea calitatea de participant la sistemul de tranzacţionare.

Mai multe norme din cadrul legislaţiei române în vigoare încearcă să definească noţiunea de participant la piaţă, deşi aceasta nu se bucură de o definiţie legală propriu-zisă. Potrivit art. 6 alin. (4) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 2/2006, prin *participanţi* se înţeleg intermediarii şi traderii care au acces la tranzacţionare în cadrul pieţei reglementate. *Mutatis mutandis* această definiţie ar trebui aplicată şi în cazul participanţilor la sistemul alternativ (multifuncţional) de tranzacţionare, din moment ce reglementările în vigoare nu oferă o altă descriere a noţiunii de participant la un sistem alternativ de tranzacţionare.

Potrivit dispoziţiilor art. 1 alin. (1) din Titlul I al Codului B.V.B. - operator de piaţă, sunt participanţi la sistemul de tranzacţionare al B.V.B. intermediarii care prestează servicii de investiţii financiare în România.

Între un intermediar autorizat, participant la sistemul de tranzacţionare, şi un operator de piaţă (operatorul de piaţă poate fi însăşi piaţa reglementată, conform art. 4 pct. 13 din MiFID), se nasc raporturi juridice complexe, de natură contractuală. În fapt, este vorba de un **contract de adeziune**, încheiat ca urmare a aprobării de către conducerea operatorului de piaţă (Consiliul Bursei, în cazul B.V.B.) a cererii de admitere ca participant la sistemul de tranzacţionare.

Potrivit art. 36 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 2/2006, operatorul de piaţă poate permite accesul pe o piaţă reglementată participanţilor care:

a) îndeplinesc cerinţele impuse de regulile pieţei respective şi de reglementările C.N.V.M;

b) fac dovada dotării tehnice adecvate şi a calificării şi atestării corespunzătoare a agenţilor pentru servicii de investiţii financiare;

c) au o structură organizatorică cerută prin regulile pieţei;

d) dispun de resurse suficiente pentru activitatea pe care vor să o desfăşoare pe piaţa reglementată, luând în considerare diferitele cerinţe financiare pe care le poate stabili piaţa reglementată pentru a garanta decontarea adecvată a tranzacţiilor.

La Bursa de Valori Bucureşti, în temeiul art. 4 din Codul B.V.B. - operator de piaţă, în scopul începerii tranzacţionării în cadrul B.V.B., societăţile de servicii de investiţii financiare trebuie să întrunească următoarele cerinţe:

a) să îndeplinească condiţiile privind dotarea tehnică (configuraţie hardware şi software minimă), respectiv cerinţele tehnice minime pentru utilizarea interfeţei de acces Arena Terminal, prevăzute în „Manualul de utilizare a sistemului B.V.B.";

b) să existe în cadrul societăţii cel puţin 2 agenţi pentru servicii de investiţii financiare care îndeplinesc cerinţele privind autorizarea ca agenţi de bursă;

c) să plătească tariful de admitere ca participant - tarif pentru achiziţionarea unei licenţe de tranzacţionare netransmisibile - sau să deţină o licenţă de tranzacţionare transmisibilă;

d) să facă dovada deţinerii calităţii de membru/participant direct sau indirect la un sistem de compensare-decontare şi/sau registru agreat de C.N.V.M. şi B.V.B.;

e) să completeze şi să semneze un set de documente-standard pus la dispoziţie de către B.V.B., format din: „Contract de cesiune neexclusivă de licenţă de soft şi de accesare a sistemului B.V.B. prin interfaţa de acces Arena Terminal" şi „Declaraţie-angajament privind activitatea de tranzacţionare desfăşurată de societate";

f) să obţină/deţină calitatea de membru al fondului de compensare a investitorilor.

Numai după îndeplinirea unor astfel de condiţii, urmată de admiterea sa ca participant, intermediarul autorizat va putea intra în raporturi juridice cu operatorul de piaţă legate de executarea ordinelor clienţilor pe piaţa administrată de respectivul operator.

Conţinutul acestor raporturi juridice este descris de reglementările operatorilor de piaţă, intermediarii autorizaţi fiind obligaţi să respecte normele emise de operatori. Aceste norme, conform art. 42 alin. (1) din MiFID, trebuie să fie transparente şi nediscriminatorii bazate pe criterii obiective, care să reglementeze accesul sau aderarea membrilor la aceste pieţe.

Din perspectiva raporturilor juridice dintre intermediar şi operatorul de piaţă, normele emise de acesta din urmă, potrivit art. 42 alin. (2) din MiFID, stabilesc:

- regulile privind tranzacţiile care sunt încheiate pe aceste pieţe;
- procedurile referitoare la compensarea şi regularizarea tranzacţiilor care sunt încheiate pe piaţă.

Legea română, în cadrul art. 134, conturează conţinutul raporturilor juridice dintre intermediar şi operatorul de piaţă, stabilind domeniile în care operatorul de piaţă este ţinut să adopte reglementări, unele dintre acestea fiind aplicabile direct în privinţa activităţii intermediarilor de executare. Astfel, operatorul de piaţă stabileşte condiţiile, procedurile de tranzacţionare, precum şi obligaţiile intermediarilor şi emitenţilor admişi la tranzacţionare [art. 134 lit. c)], procedurile privind modul de determinare şi publicare a preţurilor şi a cotaţiilor [art. 134 lit. e)], tipurile de contracte şi operaţiuni permise [art. 134 lit. f)], standardele contractuale şi sistemul de compensare-decontare utilizat [art. 134 lit. h)].

În aceste condiţii, este limpede că intermediarul autorizat, mandatar (comisionar) al investitorului nu va putea să concretizeze principiul libertăţii contractuale odată cu îndeplinirea mandatatului, fiind limitat în executarea acestuia de reglementările operatorului de piaţă.

Astfel, operatorul de piaţă apare ca o persoană juridică străină de contractul de vânzare-cumpărare de acţiuni listate (*penitus extranei*), dar care exercită o influenţă semnificativă în privinţa conţinutului acestui contract, datorită unor reglementări legale care îi conferă o astfel de putere.

Sintetizând, **operatorul de piaţă are prerogativele de a stabili:**

- **persoanele juridice care**, fiind intermediari autorizaţi de către autoritatea de supraveghere şi control a pieţei de capital (C.N.V.M. în România), **pot încheia tranzacţii în contul investitorilor, în calitate de mandatari (comisionari);**
- **condiţiile în care pot fi încheiate tranzacţii**, atât în privinţa parametrilor care trebuie să fie respectaţi de obiectul şi de preţul contractului, respectiv paşii de preţ, blocul minim de tranzacţionare, variaţia maximă a preţului în cadrul unei şedinţe de tranzacţionare, tipurile de ordine, cât şi în privinţa modalităţii concrete în care se încheie tranzacţiile pe piaţa administrată, respectiv, ordinea de introducere a ordinelor în sistemul de tranzacţionare, stabilirea preţului la care se execută anumite tranzacţii în anumite situaţii (spre exemplu, la deschiderea sau la închiderea şedinţei de tranzacţionare, preţul la care se vor efectua tranzacţiile se stabileşte conform unui algoritm de fixing, care are drept obiectiv, de regulă, încheierea unei tranzacţii unice la un preţ care să permită ca obiectul contractului să aibă cel mai mare volum posibil);

- **procedura conform căreia se produc efectele contractului**, respectiv îndeplinirea obligaţiilor ce derivă din executarea tranzacţiei, obligaţia de transmitere a dreptului de proprietate, obligaţia de plată a preţului etc.; această procedură este determinată în reglementările operatorului de piaţă şi prin raportare/trimitere la reglementările persoanei juridice care efectuează serviciile de compensare-decontare (depozitarul central conform legii române).

Secţiunea a 3-a. Raporturile juridice dintre intermediarii autorizaţi şi clienţii lor, pe de o parte şi depozitarul central (persoana juridică care efectuează serviciile de compensare-decontare), pe de altă parte

Depozitarul central este un alt subiect de drept care, fără a avea calitatea de parte a tranzacţiei, influenţează modalitatea în care se produc efectele juridice ale acesteia.

Intermediarul autorizat comisionar va intra, aşadar, în raporturi juridice complexe cu persoana juridică care efectuează serviciile de compensare-decontare (depozitarul central).

Pe lângă intermediarul autorizat, şi investitorul va intra în anumite raporturi juridice cu entitatea care prestează servicii de registru şi de compensare-decontare (depozitarul central).

Potrivit dispoziţiilor art. 51 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005, depozitarul central poate să menţină următoarele sisteme de conturi:

a) conturi individuale de valori mobiliare deschise în numele proprietarilor de valori mobiliare;

b) conturi globale de valori mobiliare deschise de către participanţi în care sunt înregistrate valorile mobiliare aflate în proprietatea clienţilor ai căror mandatar este participantul respectiv.

În cazul utilizării acestor conturi de valori mobiliare, conform art. 51 alin. (1) din aceeaşi reglementare C.N.V.M., responsabilitatea privind existenţa valorilor mobiliare la decontare revine:

a) intermediarului care a introdus respectivul ordin de vânzare; sau, după caz,

b) entităţii autorizate care prestează activităţi de custodie pentru vânzător, sub condiţia confirmării instrucţiunii de decontare de către entitatea respectivă.

Depozitarul central are obligaţia de a evidenţia în mod distinct, conform art. 52 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005:

a) valorile mobiliare deţinute în numele şi pe contul participanţilor;

b) valorile mobiliare deţinute în numele şi pe contul clienţilor participanţilor;

c) valorile mobiliare ce fac obiectul unui contract de garanţie, încheiat cu respectarea prevederilor legale în vigoare;

d) valorile mobiliare ce fac obiectul unui împrumut;

e) valorile mobiliare ale deţinătorilor legali ce nu au conturi deschise la un participant.

3.1. Raporturile juridice dintre intermediarul autorizat şi depozitarul central

Pe piaţa de capital din România, conţinutul raporturilor juridice încheiate de depozitar cu intermediarii autorizaţi rezultă, în principal, din legea pieţei de capital, din normele C.N.V.M., precum şi din reglementările depozitarului central (Codul depozitarului central).

Un prim aspect al raporturilor juridice încheiate între intermediarul autorizat şi depozitar este izvorât din obligaţia cu caracter general a intermediarului de a respecta reglementările emise de depozitarul central, statuată în legislaţia română de dispoziţiile art. 58 alin. (4) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006.

Depozitarul central îndeplineşte două funcţii esenţiale pe piaţa de capital: aceea de depozitare şi aceea de compensare-decontare.

În ceea ce priveşte **funcţia de depozitare a valorilor mobiliare**, potrivit dispoziţiilor art. 146 alin. (6) şi (7) din Legea nr. 297/2004, este încheiat un raport juridic important între intermediari şi depozitar, care are drept scop identificarea acţionarilor unui emitent. Astfel, în vederea determinării structurii acţionariatului unui emitent, la o anumită dată de referinţă, intermediarii vor raporta depozitarului central titularii subconturilor individualizate deţinute de aceştia. Această raportare se va efectua astfel:

a) pentru o anumită valoare mobiliară, în termen de 3 zile lucrătoare de la data solicitării depozitarului central;

b) pentru toate valorile mobiliare, în termen de 3 zile lucrătoare de la datele de 30 iunie şi 31 decembrie.

Funcţia de compensare-decontare are o semnificaţie deosebită şi presupune încheierea unor raporturi juridice complexe între depozitarul central şi intermediarii autorizaţi. Ca şi operatorul de piaţă care are prerogative prin care influenţează conţinutul contractului de vânzare-cumpărare de instrumente financiare, şi depozitarul central are atribuţii izvorând *ex lege* prin care determină modul în care se produc efectele contractului de vânzare-cumpărare de instrumente financiare (acţiuni). *Sistemul de compensare-decontare* este, conform art. 168 alin. (3) din Legea nr. 297/2004, un contract încheiat între 3 sau mai mulţi participanţi, fără a lua în considerare un posibil agent de decontare, o posibilă contraparte centrală, o posibilă casă de compensare sau un posibil participant indirect, cu reguli comune şi contracte standardizate pentru execuţia ordinelor de transfer a instrumentelor financiare între participanţi, autorizat de C.N.V.M. sau altă autoritate competentă a statelor membre, după caz.

Încheierea raporturilor juridice între intermediarul autorizat şi depozitarul central este condiţionată de dobândirea de către primul a calităţii de participant la sistemul de compensare-decontare operat de către cel de-al doilea. Potrivit dispoziţiilor art. 168 alin. (1) lit. a) din Legea nr. 297/2004, *participantul* la sistemul de compensare-decontare poate fi un intermediar autorizat, o contraparte centrală, un agent de decontare sau o casă de compensare. Tot astfel, potrivit art. 168 alin. (1) lit. b), *participantul indirect* este o instituţie de credit care poate să transmită ordine de transfer în sistem, în temeiul unei relaţii contractuale cu o instituţie participantă în sistem care execută ordine de transfer în cadrul acestuia.

Conform art. 169 alin. (1) din Legea nr. 297/2004, ordinele de transfer în sistemul de compensare-decontare sunt irevocabile, producând efecte juridice între participanţi şi sunt opozabile terţilor din momentul introducerii lor în sistem, moment stabilit de regulile sistemului. Codul Depozitarului Central, prevede în cadrul art. 4

alin. (2) faptul că sistemele de tranzacţionare care operează prin acest depozitar transmit Depozitarului Central tranzacţiile încheiate şi confirmate de către sistemul de tranzacţionare („*matched trades*") în data tranzacţionării, în cel mai scurt timp după încheierea acestora şi cel mai târziu odată cu furnizarea raportului de tranzacţionare către participanţii la sistemele de tranzacţionare. Participanţii la sistemul de compensare-decontare şi registru, respectiv intermediarii autorizaţi, vor prelua din sistemul electronic al Depozitarului Central, rapoartele de compensare şi decontare în termen de două ore de la închiderea şedinţei de tranzacţionare.

În acest mod, ordinele de bursă introduse în sistemul de tranzacţionare care sunt executate, sunt transmise depozitarului central, care efectuează operaţiunile de compensare-decontare.

În situaţia în care nu sunt obiecţii cu privire la rapoartele de compensare-decontare, acestea se consideră confirmate în vederea decontării. Practic, producerea efectelor tranzacţiei bursiere implică acţiunea tripartită a operatorului de piaţă, a intermediarului autorizat şi a depozitarului central.

În ziua decontării, de regulă această dată este a treia zi lucrătoare după data realizării tranzacţiei (T+3), participanţii la sistemul de compensare-decontare, adică intermediarii autorizaţi, au obligaţia de a asigura transferul fondurilor, respectiv al instrumentelor financiare, acest transfer fiind reflectat în sistemul depozitarului central, titlurile fiind înscrise de depozitar în contul cumpărătorului, în baza funcţiei de registru îndeplinită.

Astfel, îndeplinirea funcţiei de compensare-decontare de către depozitarul central necesită concursul intermediarilor autorizaţi, acţiunea acestora din urmă fiind prevăzută de normele legale şi de reglementările depozitarului. În cadrul acestui **raport juridic**, intermediarul are obligaţia de a transfera din contul clientului său, prin intermediul sistemului de compensare-decontare administrat de depozitar, fondurile sau titlurile către intermediarul autorizat, mandatar al clientului care a constituit contrapartea în tranzacţia respectivă.

În îndeplinirea funcţiei de compensare-decontare, depozitarul central are calitatea de **mandatar** al tuturor intermediarilor autorizaţi, participanţi la sistemul administrat, mandatul rezultând *ex lege*.

Pe de altă parte, intermediarul autorizat, conform normelor legale, este ţinut să **garanteze** decontarea tranzacţiilor efectuate în contul clienţilor săi sau în contul propriu şi care sunt compensate şi decontate prin intermediul depozitarului central. Potrivit art. 83 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005, în vederea administrării riscurilor asociate operaţiunilor de compensare-decontare, depozitarul central va deschide şi va menţine un cont de marjă pentru fiecare participant în sistemul de compensare-decontare, conform procedurilor proprii. Tot astfel, conform art. 85 din acelaşi regulament, depozitarul central trebuie să calculeze zilnic expunerile participanţilor şi să solicite acestora constituirea sumelor necesare garantării decontării tranzacţiilor efectuate.

Participanţii la sistemul de compensare-decontare şi registru au obligaţia şi răspunderea exclusivă de **a efectua zilnic reconcilierea deţinerilor de instrumente financiare înregistrate în conturile individuale** pe care le gestionează, prin verificarea concordanţei dintre înregistrările menţinute în sistemul propriu şi cele din conturile deschise în sistemul Depozitarului Central.

După cum se poate observa, din perspectiva operaţiunilor de compensare-decontare, depozitarul central nu intră în raporturi juridice cu investitorul, parte a tranzacţiei încheiate în sistemul de tranzacţionare, ci numai cu operatorul de piaţă sau de sistem şi cu participanţii la sistem-intermediari autorizaţi. Cu toate acestea, **modul în care sunt îndeplinite obligaţiile de plată a preţului, respectiv de transfer a dreptului de proprietate, izvorâte din încheierea tranzacţiei bursiere, este stabilit de depozitarul central.**

Anumite norme juridice, din cadrul reglementărilor C.N.V.M., conturează şi alte raporturi juridice încheiate între depozitar şi intermediarul autorizat. Conform art. 4 alin. (5) din Dispunerea de Măsuri a C.N.V.M. nr. 13/2010, lista valorilor mobiliare eligibile pentru operaţiunile de împrumut de valori mobiliare, precum şi lista valorilor mobiliare eligibile pentru operaţiunile de constituire de garanţii asociate împrumutului de valori mobiliare sunt stabilite şi publicate de către depozitarul central conform regulilor acestuia.

3.2. Raporturile juridice dintre investitor şi depozitarul central

Pe piaţa de capital se prezumă că o persoană, atunci când decide să achiziţioneze instrumente financiare listate pe piaţa de capital, **acceptă să suporte efectele voinţei juridice** a unor entităţi implicate în derularea activităţii de tranzacţionare pe acea piaţă, inclusiv a celor ce desfăşoară activităţi post-tranzacţionare, precum depozitarul central.

Între investitorul pe piaţa de capital, parte a tranzacţiilor bursiere şi depozitarul central se încheie un raport juridic special, întemeiat pe funcţia de registru a depozitarului.

3.3. Natura raporturilor juridice dintre deţinătorii de valori mobiliare şi depozitarul central

O problemă de drept ce se impune a fi precizată este aceea a **naturii raporturilor juridice** ce se încheie între depozitarul central şi investitorii de pe piaţa de capital, titulari ai dreptului de proprietate asupra valorilor mobiliare depozitate. Este tentant a se susţine fără ezitare, având în vedere şi terminologia utilizată de legiuitor, că aceste raporturi juridice sunt guvernate de regulile aplicabile contractului de depozit. Chestiunea în discuţie este însă mai complexă.

S-a arătat[1] că o calificare juridică în sensul existenţei unui contract de depozit între proprietarii instrumentelor financiare şi entitatea care păstrează evidenţa valorilor mobiliare corespunde triplei obligaţii ce caracterizează un depozitar de drept comun, **primirea bunurilor, conservarea şi restituirea lor**. Tot în doctrina franceză s-a afirmat că acest contract de depozit este **dublat de un contract de mandat sau de comision**, în temeiul căruia depozitarul este împuternicit să efectueze operaţiuni legate de buna conservare a titlurilor[2], adică operaţiunile de registru necesare realizării unei evidenţe corecte a deţinătorilor de valori mobiliare.

---

[1] *T. Bonneau, F. Drummond*, op. cit., p. 222.

[2] *H. de Vauplane, J.P. Bornet*, Droit de marchés financiers, Ed. Litec, Paris, 1998, p. 969.

Teza calificării raporturilor dintre proprietarii de titluri listate şi entitatea care realizează operaţiuni de registru prin prisma contractului de depozit a fost **criticată**[1] în temeiul a două argumente principale. **Primul argument** s-a întemeiat pe **natura incorporală** a instrumentelor financiare, ceea ce le-ar face incompatibile cu posibilitatea de a deveni obiect al contractului de depozit, întrucât acesta nu poate privi decât bunuri mobile corporale, **susceptibile de tradiţiune**. Noul Cod civil român, în art. 2103 alin. (2) stabileşte drept condiţie a perfectării contractului de depozit tradiţiunea lucrului. Cel de-a doilea argument a vizat **natura fungibilă** a instrumentelor financiare, situaţie incompatibilă cu contractul de depozit regulat. În acelaşi timp, prevederile specifice din dreptul pieţei de capital **nu ar putea conduce nici la calificarea de depozit neregulat** a raporturilor juridice dintre entitatea care păstrează evidenţa titlurilor şi proprietarii acestora, deoarece instrumentele financiare **nu îndeplinesc condiţia de a fi consumptibile.** Mai mult decât atât, trebuie să subliniem că depozitul neregulat este translativ de proprietate[2], în timp ce raporturile juridice analizate nu presupun sub nicio formă un act translativ de proprietate. Este necesar să reamintim, în acest sens, şi normele juridice din cadrul art. 24 alin. (1) lit. b) şi c) din Legea pieţei de capital şi ale art. 90 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006 care impun intermediarului autorizat să asigure separarea instrumentelor financiare aparţinând investitorilor de cele aparţinând intermediarului, neputându-se produce legalmente în niciun moment o confuzie între titlurile unui investitor şi titlurile aflate în patrimoniul intermediarului sau ale altui investitor, client al aceluiaşi intermediar.

Aceste argumente nu au fost acceptate în literatura juridică franceză de dată mai recentă[3]. Drept contra-argumente s-a susţinut că natura incorporală a instrumentelor financiare nu le face incompatibile cu tradiţiunea, întrucât aceasta poate implica un simplu „flux de bunuri" şi nu o remitere materială. În acest sens, în literatura juridică franceză din domeniul dreptului bancar s-a subliniat că **bunurile incorporale nu sunt incompatibile cu noţiunea de „remitere"**[4], iar prevederile art. 1607 C.civ. francez prevăd tradiţiunea bunurilor incorporale. Această soluţie este logică având în vedere că banii sunt bunuri incorporale, ei putând face obiectul depozitului neregulat. Remiterea sau tradiţiunea în cazul lor se realizează prin transfer bancar, pe cale electronică. Cel de-al doilea argument, fundamentat pe fungibilitatea instrumentelor financiare, a fost combătut prin afirmarea tezei potrivit căreia **transmiterea dreptului de proprietate asupra bunurilor date în depozit neregulat „nu este consecinţa ineluctabilă a fungibilităţii acestor bunuri"**[5]. Părţile pot stabili, în cazul unui depozit neregulat, că nu se va produce transferul dreptului de proprietate, că instrumentele financiare depozitate vor fi individualizate şi păstrate separat de alte bunuri, ele **neintrând în patrimoniul depozitarului**. Considerăm corectă această susținere, cu precizarea că, în cazul instrumentelor financiare **nu voința părților stabilește că bunurile fungibile depozitate nu trec în patrimoniul depozitarului, ci însuși legiuitorul**. Jurisprudența franceză a reținut, la rândul său, analizând raporturile juridice dintre un investitor și un intermediar, obligat să asigure evidența valorilor mobiliare aparținând clienților săi, natura de contract de depozit[1].

---

[1] *J.P. Brill*, comentariu la decizia Curţii de Casaţie din 9 ianuarie 1990, în Recuiel Dalloz 1990, J. 173 spec., p. 176.

[2] *Fr. Deak*, op. cit., p. 395.

[3] *T. Bonneau, F. Drummond*, op. cit., p. 223; *R. Libchaber*, Le dépôt d'instruments financiers, Droit et Patrimoine, no. 82, mai 2000, p. 30.

[4] *J. Stoufflet*, Le monopole des banques quant à la réception des fonds en dépôt, Etudes H. Cabrillac, Ed. Litec, 1968, p. 437.

[5] *P. Jaubert*, Deux notion du droit des biens: la consomptibilité et la fongibilité, Rev.trim.dr.civ., 1945, p. 75, citat în *T. Bonneau, F. Drummond*, op. cit., p. 223.

În privința raporturilor juridice dintre depozitar și investitori trebuie subliniat și aspectul potrivit căruia acestea nu se nasc în baza unui contract de depozit încheiat între aceștia, ci **în virtutea calității investitorilor de proprietari ai unor valori mobiliare** pentru care depozitarul în cauză efectuează operațiuni de depozitare și de registru. Voința părților în formarea acestor raporturi juridice este suplinită de voința legiuitorului, generată de rațiuni ce țin de protecția investitorilor și de asigurarea unei siguranțe a circuitului juridic al valorilor mobiliare. Trebuie subliniat însă faptul că protecția investitorilor este acordată de legiuitor în mod nuanțat, în funcție de piața pe care se tranzacționează acțiunile respective[2].

Secțiunea a 4-a. Analiza raportului părți-terți în cazul tranzacției bursiere

În principiu, contractul de vânzare-cumpărare de acțiuni nelistate nu implică particularități deosebite față de dreptul comun în materia raportului părți-terți aplicabil oricărei vânzări de bunuri mobile corporale sau incorporale. Elemente specifice se remarcă însă în cazul tranzacției bursiere, datorită raporturilor juridice complexe cerate pe piața de capital, prezentate mai sus.

4.1. Propunerile din doctrina franceză privind reconfigurarea trinomului părți-terți-succesori

În doctrina franceză relativ recentă[3] a fost propusă o reconsiderare a noțiunii de terți și de părți, fundamentată pe ideea includerii în categoria părților a tuturor persoanelor care **și-au exprimat efectiv consimțământul pentru încheierea contractului**, dar și a acelor persoane care, fără a-și fi exprimat consimțământul la încheierea contractului, **„sunt titularii activi sau pasivi ai efectelor obligatorii** generate de acesta (n.n. de contract), spre deosebire de terți care sunt vizați numai de opozabilitatea situației juridice născute prin contract”.

În prima categorie, profesorul Ghestin a inclus mandanții, persoane care fiind reprezentate, își exprimă o manifestare de voință „de gradul doi”[4].

---

[1] Chambre criminelle de la Cour de cassation, arrêt du 30 mai 1996, citată în *T. Bonneau, F. Drummond*, op. cit., p. 223.

[2] *A. Traore*, Les incidences de la diversifications des valeurs mobilières sur le droit de vote dans les sociétés par actions, thèse, Université Clermont I-Université D'Auvergne, p. 471, http://195.221.120.247/simclient/consultation/binaries/stream.asp?INSTANCE=UCFRSIM &eidmpa=DOCUMENTS_THESES_219.

[3] *J. Ghestin*, RTD Civ. 1994, nr. 4, p. 777, http://www.dalloz.fr.

[4] Ibidem, n. 16.

În cea de-a doua categorie, profesorul Ghestin a inclus acceptanţii unei convenţii de *porte-fort* (promisiunea faptei altuia), beneficiarii unei stipulaţii pentru altul, avânzii-cauză universali sau cu titlu universal, cesionarii unui contract, precum şi aderenţii ulteriori la o convenţie colectivă[1] (în această ultimă categorie intră desigur şi acţionarii care au dobândit această calitate ulterior înfiinţării societăţii).

Practic, profesorul Ghestin extinde categoria părţilor, făcând-o să cuprindă şi ceea ce doctrina clasică[2] a considerat a fi o categorie intermediară între părţi şi terţi, „categoria succesorilor părţilor".

Pornind de la concepţia ce susţine extinderea clasei părţilor, cu referire la încheierea contractelor prin reprezentanţi, în literatura juridică s-a făcut vorbire[3] de existenţa unor părţi în sens formal, reprezentanţii, în paralel cu existenţa părţilor în sens substanţial, respectiv mandanţii.

În privinţa unei cesiuni a unui contract, impuse de dispoziţiile legale, în cazul unui contract de muncă, în ipoteza în care este vorba de un contract cu executare succesivă, profesorul Ghestin susţine că cesionarul preia, din momentul cesiunii, situaţia contractuală a cedentului, putând dispune de puterea de a modifica respectivul contract prin acordul de voinţă sau să-i pună capăt în aceeaşi manieră în care putea şi cedentul, însă nu devine parte[4].

Profesorul Ghestin subliniază că avantajul principal al realizării unei distincţii între părţi constă în separarea noţiunii de parte legată de contract de calitatea de parte care a încheiat contractul, devenind posibil să se atribuie calitatea de parte în funcţie de situaţia juridică existentă în momentul în care este necesară această apreciere, nu numai în momentul încheierii contractului, dar şi pe parcursul executării sale[5].

În dezvoltarea teoriei expuse de profesorul Ghestin pentru prima dată în 1992[6], după anumite critici şi completări aduse teoriei iniţiale de către profesorul Aubert[7], s-a conturat[8] o nouă clasificare a categoriilor de persoane care intră în rândul părţilor unui contract, propunându-se anumite criterii de distincţie între persoanele care deţin calitatea de parte a contractului.

Astfel, un prim criteriu ar consta în **momentul** la care respectivele persoane devin părţi ale contractului, realizându-se[9] diferenţierea între subiecte de drept care sunt **părţi la momentul încheierii contractului** şi subiecte de drept care **devin părţi în momentul executării contractului**.

---

[1] Ibidem, p. 791-793.

[2] Spre exemplu, *C. Stătescu, C. Bîrsan*, op. cit., 2008, p. 64.

[3] *H.L. Figueiredo*, Responsabilidade civil do terciero gui interfere na relacao contractual, tese, Sao Paolo, 2008, p. 26, http://www.sapientia.pucsp.br/tde_busca/arquivo.php?codArquivo=6555.

[4] *J. Ghestin*, op. cit., p. 796.

[5] Ibidem, p. 777.

[6] În articolul La distinction des parties et des tiers au contrat, JCP 1992.I.3628.

[7] *J.-L. Aubert*, A propos d'une distinction renouvelée des parties et des tiers, Rev. trimestrielle de droit civil 1993, p. 263 şi urm.

[8] *C. Guelfucci-Thibierge*, De l'élargissement de la notion de partie au contrat... à l'élargissement de la portée du principe de l'effet relatif, RTD Civ., 1994, p. 275-282.

[9] Ibidem, n. 26-3.

În prima categorie intră persoanele care devin părţi prin efectul voinţei lor (în această categorie intrând persoanele care încheie contractul în mod nemijlocit sau printr-un intermediar, care semnează în baza unui mandat convenţional). De asemenea, tot în această categorie intră persoanele care devin părţi prin efectul conjugat al legii şi al voinţei unui reprezentant[1], fiind evocat exemplul reprezentării legale a minorului sau a majorului incapabil. Temelia juridică a includerii acestor persoane în categoria terţilor propusă de profesorul Ghestin[2] a fost ficţiunea juridică a voinţei contractuale. Această fundamentare a fost criticată de profesoara Guelfucci-Thibierge[3], care a arătat că utilizarea unui astfel de artificiu juridic nu mai este necesară în contextul în care este admis faptul că această calitate de parte este rodul efectului cumulat al legii şi al voinţei reprezentantului. „Prin jocul reprezentării, reprezentantul îşi manifestă voinţa de a acţiona în numele altuia, acest fapt având drept rezultat impunerea efectelor obligatorii ale contractului faţă de reprezentant"[4].

În a doua categorie intră cesionarii contractului[5]. Concepţia profesorului Ghestin exclude din rândul părţilor acei cesionari care erau ţinuţi să respecte efectele unui contract la a cărui încheiere nu au consimţit (este dat exemplul preluării controlului asupra unei societăţi comerciale, concomitent cu obligaţia de a menţine contractele de muncă ale angajaţilor). Practic, în acest caz, autorul revine la concepţia clasică potrivit căreia părţi sunt numai persoanele care şi-au manifestat voinţa să încheie contractul. Profesorii Aubert[6] şi Guelfucci-Thibierge[7] resping însă această teză, considerând că şi cesionarii unui contract dobândesc calitatea de părţi în cazul cesiunii convenţionale a contractului.

Cea de-a doua clasificare a părţilor propusă de profesoara Guelfucci-Thibierge[8], se bazează pe criteriul izvorului care generează calitatea de parte, distingându-se între persoane care devin părţi prin efectul propriei lor voinţe, aşadar pe cale voluntară şi persoane care devin părţi prin efectul legii. Autoarea se distanţează de profesorul Ghestin, incluzând în categoria părţilor şi subiectele de drept care preiau prin efectul legii situaţia contractuală de la persoana care a participat la încheierea sa. În această ultimă categorie intră succesorii universali şi cu titlu universal care devin părţi prin efectul normelor succesorale, dar şi achizitorul controlului unei societăţi, care este ţinut să respecte contractele de muncă.

---

[1] Ibidem, n. 28.

[2] *J. Ghestin*, La distinction des parties et des tiers au contrat, JCP 1992.I.3628, studiu extras din volumul asupra efectelor contractului, Ed. LGDJ, 1992, n. 10, citată în *C. Guelfucci-Thibierge*, op. cit., p. 275.

[3] *C. Guelfucci- Thibierge*, op. cit., n. 28.

[4] Ibidem.

[5] Ibidem, n. 30.

[6] *J.-L. Aubert*, op. cit., n. 44. Profesorul Aubert arată că pot rămâne terţi acei cesionari care dobândesc drepturile contractuale în cazul unei cesiuni legale accesorie contractului principal, însă vor deveni părţi cesionarii în cazul cesiunii principale voluntare.

[7] *C. Guelfucci- Thibierge*, op. cit., n. 30.

[8] Ibidem, n. 30-31.

În aceeași zonă a noilor orientări din literatura juridică franceză în privința redefinirii raporturilor dintre părți și terți, s-a anvizajat[1] ideea unei regândiri a instituției juridice a terților, în sfera acesteia intrând toate acele persoane care nu sunt vizate de efectele obligatorii ale contractului datorită manifestării lor proprii de voință sau datorită efectului legii:

- *penitus extranei* (persoane care nu au niciun fel de legătură cu părțile), în cazul lor fiind vorba de o „opozabilitate minimă" a contractului, care este un fapt juridic pentru ei;
- creditorii chirografari ai uneia dintre părți, care nu dispun decât de un drept de gaj general asupra patrimoniului debitorului lor.

Teza extinderii noțiunii de „parte" a fost acceptată de o parte a autorilor francezi[2], aceștia arătând că în sfera noțiunii de „parte" trebuie incluse acele persoane care își manifestă, ulterior încheierii contractului, voința de a deveni parte a acestuia: succesorii universali sau cu titlu universal (manifestarea de voință are loc prin acceptarea succesiunii), cesionarul unui contract sau cesionarul unei creanțe.

4.2. Opiniile din doctrina română cu privire la sfera de incidență a noțiunii de parte

În literatura juridică română aceste concepții privind extinderea sferei de incidență a noțiunii de „parte" nu au fost primite de toți autorii cu multă căldură. S-a susținut că această teorie nu este suficient de clară în privința succesorilor cu titlu particular și a creditorilor chirografari[3], un alt autor[4] arătând că este mai adecvată „teoria trihotomică - părți, terți, avânzi cauză". Profesorul Bîrsan[5] rămâne la concepția clasică, care a consacrat trinomul parte-terț-succesor (având cauză), succesorii fiind acele subiecte de drept care, deși nu au participat la încheierea contractului nici personal, nici prin reprezentare suportă efectele contractului asemenea părților.

Alți autori achiesează însă la teza unei noțiuni extinse a „părților unui contract". S-a arătat că sunt părți și acele persoane care acceptă să suporte efectele contractului, fără a fi participat la crearea lor[6].

Se susține, de asemenea, necesitatea aplicării unui criteriu dinamic în analiza situației dacă un subiect de drept are sau nu calitatea de parte a unui contract, care să includă în această categorie acele persoane care își exprimă consimțământul pentru a fi parte a contractului „în cursul fiinţei sau existenţei acestuia"[1]. S-a conturat existenţa a două categorii de părţi ale contractului, respectiv părţi originare, care şi-au dat consimţământul la încheierea contractului şi părţi derivate, care şi-au exprimat voinţa de a deveni părţi pe după încheierea contractului[2].

---

[1] *C. Guelfucci-Thibierge*, De l'élargissement de la notion de partie au contrat... à l'élargissement de la portée du principe de l'effet relatif, RTD Civ., 1994, p. 284.

[2] *Fr. Terré, Ph. Simler, Yv. Lequette*, Droit civil. Les obligations, Dalloz, Paris, 2005, p. 489.

[3] *M. Nicolae*, Instituții de drept civil. Curs selectiv pentru licență, 2004-2005, Ed. Universul Juridic, București, 2004, p. 84.

[4] *I. Popa*, Contractul de vânzare-cumpărare. Studiu comparativ de doctrină și jurisprudență, ed. a 2-a, Ed. Universul Juridic, București, 2008, p. 81.

[5] *C. Stătescu, C. Bîrsan*, op. cit., 2008, p. 63-64.

[6] *P. Vasilescu*, Relativitatea actului juridic civil. Repere pentru o nouă teorie a actului de drept privat, Ed. Rosetti, București, 2003, p. 115.

În opinia noastră, stabilirea sferei de incidenţă a noţiunii de parte reprezintă un demers ştiinţific de o certă importanţă, fără a avea însă un impact practic major. Fie că anumite persoane au calitatea de părţi, fie că o au pe cea de succesori universali, cu titlu universal sau cu titlu particular, efectele juridice care le afectează sunt aceleaşi. Spre exemplu, în cazul preluării controlului asupra unei întreprinderi, respectiv a dobândirii pachetului majoritar de acţiuni, obligaţia de a respecta contractele de muncă nu se transmite de la vânzătorul acţiunilor la cumpărătorul lor. Ea subzistă, indiferent de câte transmisiuni ale pachetului majoritar de acţiuni au loc, întrucât incumbă întreprinderii respective, care este persoana juridică, partea, care a încheiat cu salariaţii contractele de muncă. Acţionarul majoritar nu poate fi parte-angajator în contractul de muncă încheiat cu salariatul.

Pe de altă parte, pe temeiul obligaţiilor *propter rem* şi *scriptae in rem* pot fi efectuate explicaţii coerente şi consistente ale datoriei cesionarului unui bun de a respecta obligaţiile asumate de autorul său cu privire la bunul achiziţionat. În celelalte cazuri, succesiunea universală sau cu titlu universal, cesiunea de creanţă etc. normele legale incidente prevăd transmiterea drepturilor şi obligaţiilor către succesor (cesionar), fără a fi nevoie de a utiliza ficţiunea juridică de a încadra în sfera părţilor acele persoane care au consimţit ulterior încheierii contractului să suporte efectele acestuia.

4.3. Sfera de incidenţă a noţiunii de parte în tranzacţiile încheiate pe piaţa de capital

În raporturile juridice create pe piaţa de capital cu ocazia încheierii unei tranzacţii bursiere anumite subiecte de drept suportă efectele contractului de vânzare-cumpărare de instrumente financiare fără a putea fi considerate părţi ale contractului, nici măcar utilizând noţiunea extinsă propusă de profesorul Ghestin.

Este vorba de cei trei actori ai pieţei de capital evocaţi mai sus: intermediarul autorizat, operatorul de piaţă şi depozitarul central.

Aceste trei subiecte de drept au drepturi şi obligaţii izvorâte, în principal, din normele legale, conţinutul convenţional al raporturilor juridice create fiind limitat.

S-ar putea desigur susţine in extremis că şi aceste trei subiecte de drept şi-au dat consimţământul de a suporta efectele tranzacţiilor bursiere: depozitarul central şi operatorul de piaţă atunci când au luat fiinţă, dar şi în momentul în care au acceptat intermediarul autorizat prin mijlocirea căruia se încheie o anumită tranzacţie să fie participant la sistemul său de decontare, respectiv de tranzacţionare; intermediarul autorizat în momentul în care a acceptat executarea ordinului de bursă. Dar chiar şi în ipoteza unei astfel de interpretări nimic nu justifică includerea în sfera părţilor unei tranzacţii bursiere a niciuneia dintre aceste trei persoane juridice. Intermediarul rămâne comisionar, depozitarul central rămâne fie mandatar, fie depozitar, iar operatorul de piaţă rămâne prestatorul unui serviciu cu obligaţii şi drepturi conturate de normele legale şi de reglementările proprii, care trebuie respectate de investitori (părţile tranzacţiilor) şi de intermediari.

---

[1] *L. Pop*, Tratat de drept civil. Vol. II. Obligaţiile, Ed. Universul Juridic, 2009, Bucureşti, p. 563.

[2] *I. Deleanu*, Părţile şi terţii. Relativitatea şi opozabilitatea efectelor juridice, Ed. Rosetti, Bucureşti, 2002, p. 26.

În aceste condiţii, susţinem că teza extinderii noţiunii de părţi, cu fundamentările sus-menţionate, nu-şi găseşte aplicarea în raporturile juridice încheiate pe piaţa de capital, ca urmare a încheierii unei tranzacţii bursiere. Dacă s-ar accepta conceptul potrivit căruia orice persoană care acceptă să suporte efecte juridice ale contractului ulterior încheierii acestuia devine parte, s-ar contura soluţia potrivit căreia depozitarul central este parte a tranzacţiei, din moment ce acesta, potrivit reglementărilor în vigoare, garantează finalizarea ordinelor de transfer de bani şi de instrumente financiare introduse în sistemul de compensare-decontare administrat.

În realitate, în cazul tranzacţiilor bursiere, avem de-a face cu o serie de intermediari, a căror mandate izvorăsc *ex lege*, iar conţinutul raporturilor juridice încheiate cu mandanţii-investitori este stabilit în cea mai mare parte prin normele legale şi nu pe cale convenţională. În aceste condiţii, nu ar putea exista nicio justificare pentru includerea acestor persoane juridice, entităţi ale pieţei de capital, în categoria părţilor.

Capitolul V. Cazuri speciale în care una dintre părţile tranzacţiei este un profesionist al pieţei

Directiva 2004/39/CE a introdus, prin art. 21, principiul **celei mai bune execuţii a ordinului** schimbând practic paradigma după care funcţionau pieţele financiare până la momentul respectiv.

Elasticizarea posibilităţii de acţiune a firmelor de investiţii, extrem de criticată din anumite perspective, prima fiind aceea a creşterii riscului reducerii transparenţei, a făcut posibil ca un intermediar autorizat să poată să execute ordinele clienţilor săi şi în afara sistemelor de tranzacţionare multilaterale, dacă o astfel de execuţie corespunde intereselor acestora.

Astfel, în unele situaţii, una dintre părţile tranzacţiei bursiere este firma de investiţii care, deţinând în nume şi în cont propriu anumite titluri le oferă spre vânzare clienţilor săi sau, din contră, se situează în poziţia cumpărătorului, achiziţionând titluri deţinute de clienţii săi. Pentru a putea efectua astfel de operaţiuni în afara pieţelor reglementate sau a sistemelor alternative de tranzacţionare, o firmă de investiţii trebuie să fie autorizată în acest sens ca **operator independent** (internalizator sistematic) de către autoritatea de supraveghere (în România C.N.V.M.).

O altă situaţie în care una dintre părţile tranzacţiei este reprezentată de un profesionist al pieţei este aceea în care este necesară asigurarea unei lichidităţi minime pe piaţa unui instrument financiar, pentru ca deţinătorii acestor titluri sau, dimpotrivă, investitorii care intenţionează să achiziţioneze respectivele instrumente să îşi poată găsi în mod facil contrapartea. Asigurarea acestei lichidităţi este realizată prin intermediul **formatorului de piaţă** (*market maker*), firmă de investiţii autorizată în mod expres de autoritatea pieţei de capital să îndeplinească acest rol. Formatorul de piaţă este ţinut să ofere cotaţii ferme atât la vânzare, cât şi la cumpărare pentru instrumentul financiar pentru care a fost autorizat să îndeplinească această funcţie.

Secţiunea 1. Operatorul independent (internalizatorul sistematic)

Potrivit art. 4 pct. 7 din Directiva 2004/39/CE (MiFID), „internalizator sistematic" înseamnă o întreprindere de investiţii care, în mod organizat, frecvent şi sistematic, tranzacţionează în cont propriu executând ordinele clienţilor în afara unei pieţe reglementate sau a unui MTF.

Conform art. 2 alin. (2) lit. r) şi a art. 154 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, **operatorul independent** („*systematic internaliser*") este acea societate de servicii de investiţii financiare, care, în mod organizat, frecvent şi sistematic încheie tranzacţii pe cont propriu prin executarea ordinelor clienţilor în afara pieţelor reglementate sau a sistemelor alternative de tranzacţionare.

Societăţile de servicii de investiţii financiare care intenţionează să acţioneze ca operator independent trebuie să notifice în prealabil C.N.V.M. şi să solicite eliberarea atestatului privind confirmarea acestei calităţi. Potrivit art. 154 alin. (3) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, autoritatea administrativă de supraveghere şi control poate confirma calitatea de operator independent a unei S.S.I.F. dacă documentele justificative depuse în acest sens atestă îndeplinirea condiţiilor legale.

Condiţiile legale principale pe care trebuie să le îndeplinească operatorii independenţi pentru a fi autorizaţi sunt prevăzute de art. 21 din Regulamentul (CE) nr. 1287/2006[1], act normativ al Uniunii Europene care are o aplicabilitate directă. Astfel, este necesară îndeplinirea unor criterii care indică faptul că societatea de servicii de investiţii financiare (firma de investiţii) desfăşoară respectiva activitate **în mod organizat, frecvent şi sistematic:**

a) activitatea respectivă are un rol comercial semnificativ pentru întreprindere şi se desfăşoară în conformitate cu norme şi proceduri nediscreţionare;

b) activitatea este desfăşurată de personal sau prin intermediul unui sistem tehnic automatizat căruia i s-a atribuit această sarcină, indiferent dacă personalul în cauză sau sistemul respectiv sunt utilizate exclusiv pentru acest scop;

c) activitatea este accesibilă clienţilor în mod periodic sau continuu.

Potrivit art. 21 alin. (2) din actul normativ comunitar sus-evocat, o firmă de investiţii îşi pierde calitatea de operator independent pentru una sau mai multe acţiuni, în cazul în care încetează să mai desfăşoare activitatea de operator independent privind respectivele acţiuni, cu condiţia să comunice în prealabil intenţia de a înceta activitatea respectivă, folosind aceleaşi canale de comunicare pe care le foloseşte pentru a-şi publica cotaţiile sau, în cazul în care acest lucru nu este posibil, folosind un canal de comunicare care este accesibil în egală măsură clienţilor săi şi altor participanţi pe piaţă.

---

[1] JO L 241, 2.09.2006.

În privinţa aprecierii de către autoritatea administrativă competentă a îndeplinirii condiţiilor legale pentru autorizare, dispoziţiile art. 21 alin. (3) stipulează că activitatea de tranzacţionare în cont propriu prin executarea ordinelor clienţilor nu se consideră a fi o activitate organizată, frecventă şi sistematică, în cazul în care se aplică următoarele condiţii:

a) activitatea se desfăşoară *ad hoc*, bilateral şi neregulat cu contrapartide en gros, în cadrul unor relaţii comerciale care sunt caracterizate prin tranzacţii cu o valoare superioară dimensiunii standard a pieţei;

b) tranzacţiile se desfăşoară în afara sistemelor utilizate în mod obişnuit de întreprinderea în cauză pentru activităţile pe care le desfăşoară în calitate de operator independent.

În vederea asigurării respectării principiilor transparenţei şi al protecţiei investitorilor, fiecare autoritate administrativă competentă trebuie să asigure, conform art. 21 alin. (4) din Regulamentul (CE) nr. 1287/2006, întocmirea şi publicarea unei liste a tuturor operatorilor independenţi, autorizaţi în calitate de întreprinderi de investiţii cu privire la acţiunile admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată.

Internalizatorii sistematici în acţiuni trebuie să publice un preţ ferm în ceea ce priveşte acţiunile admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată pentru care sunt internalizatori sistematici şi pentru care există o piaţă lichidă. În ceea ce priveşte acţiunile pentru care nu există piaţă lichidă, internalizatorii sistematici comunică preţurile clienţilor lor la cerere, conform art. 27 din Directiva nr. 2004/39/CE.

Internalizatorii sistematici pot decide mărimea sau mărimile tranzacţiilor pentru care stabilesc un preţ. Pentru o anumită acţiune, fiecare cotaţie presupune unul sau mai multe preţuri ferme de cumpărare şi de vânzare, pentru mărimea sau mărimile care ar putea atinge mărimea normală a pieţei pentru categoria de acţiuni căreia îi aparţine acţiunea. Preţul sau preţurile reflectă, de asemenea, condiţiile de piaţă predominante pentru această acţiune.

Acţiunile sunt grupate pe categorii pe baza mediei aritmetice a valorii ordinelor executate pe piaţă pentru această acţiune. Mărimea normală a pieţei pentru fiecare categorie de acţiuni este o mărime reprezentativă a mediei aritmetice a valorii ordinelor executate pe piaţă pentru acţiunile aparţinând fiecărei categorii de acţiuni.

Pentru fiecare acţiune, piaţa se compune din toate ordinele executate în Uniunea Europeană pentru această acţiune, cu excepţia celor care se referă la o mărime ridicată în raport cu mărimea normală a pieţei pentru această acţiune.

Internalizatorii sistematici îşi fac publice preţurile în mod regulat şi continuu în timpul orelor normale de tranzacţionare. Aceştia au dreptul să îşi actualizeze preţurile în orice moment. De asemenea, aceştia sunt autorizaţi, în condiţii de piaţă excepţionale, să le retragă. Preţul este făcut public astfel încât să fie uşor accesibil altor participanţi de pe piaţă în condiţii comerciale rezonabile. În cazul în care o întreprindere de investiţii este un internalizator sistematic atât în acţiuni, cât şi în alte instrumente financiare, obligaţia de a afişa un preţ nu ar trebui să se aplice decât acţiunilor.

Conform art. 27 pct. 4 din MiFID, autorităţile competente (în cazul României C.N.V.M.) verifică:

a) actualizarea în mod regulat de către întreprinderile de investiţii a preţurilor de vânzare şi cumpărare publicate şi menţinerea unor preţuri care să corespundă condiţiilor predominante de pe piaţă;

b) respectarea de către întreprinderile de investiţii a condiţiilor prevăzute la alin. (3) al patrulea paragraf pentru acordarea unui preţ mai bun.

Internalizatorii sistematici sunt autorizaţi să selecteze, în funcţie de politica lor comercială şi în mod obiectiv şi nediscriminatoriu, investitorii cărora le permit accesul la preţurile lor. Aceştia dispun în acest scop de norme clare care reglementează accesul la preţurile lor. Internalizatorii sistematici pot refuza stabilirea unei relaţii comerciale sau pot înceta această relaţie cu investitorii pe baza unor consideraţii de ordin comercial, precum solvabilitatea investitorului, riscul de contrapartidă şi regularizarea definitivă a tranzacţiei.

Conform art. 160 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, operatorii independenţi pot refuza să încheie sau pot întrerupe relaţiile de afaceri cu clienţii din considerente comerciale cum ar fi statutul de creditori al clienţilor sau luarea în considerare a riscului de contraparte şi de decontare finală într-o tranzacţie. De asemenea, în vederea limitării riscului de a fi expus la multiple tranzacţii din partea aceluiaşi client, operatorul independent poate limita, într-un mod nediscriminatoriu, numărul tranzacţiilor de la acelaşi client care vor fi iniţiate în condiţiile publicate.

Secţiunea a 2-a. Formatorul de piaţă

2.1. Noţiunea de formator de piaţă (*market maker*)

În conformitate cu dispoziţiile art. 2 alin. 1 lit. n) din Directiva Parlamentului European nr. 2004/109/CE, privind armonizarea obligaţiilor de transparenţă în ceea ce priveşte informaţia referitoare la emitenţii ale căror valori mobiliare sunt admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată şi de modificare a Directivei 2001/34/CE[1], *market maker* (formator de piaţă) înseamnă „o persoană care este prezentă tot timpul pe pieţele financiare pentru a tranzacţiona în nume propriu şi care devine cumpărător sau vânzător de instrumente financiare prin angajarea capitalului propriu, la preţuri fixate de ea".

În legislaţia română, definiţia *market makerului* este conţinută în cadrul art. 2 alin. (2) lit. q) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, **formatorul de piaţă *(„market maker")*** fiind acel intermediar autorizat care este prezent în mod continuu pe piaţă pentru a tranzacţiona pe cont propriu şi care se comportă ca un vânzător sau cumpărător de instrumente financiare, angajând propriul capital, la preţurile afişate de aceasta.

O definiţie a instituţiei juridice a formatorului de piaţă este conţinută în reglementările principalului operator de piaţă din România. Astfel, conform art. 1 alin. (1) pct. 39 din Titlul preliminar al Codului BVB - operator de piaţă: „Formator de piaţă sau *Market Maker* pe piaţa reglementată la vedere – un Participant[2] care se angajează să menţină lichiditatea pieţei pentru un instrument financiar tranzacţionat în Piaţa Reglementată la vedere, utilizând propriul capital, prin introducerea şi menţinerea de oferte ferme de cumpărare şi vânzare în nume propriu, precum şi să încheie tranzacţii pe baza acestora în perioada de timp în care Participantul respectiv deţine aceasta calitate".

---

[1] JO nr. L 390 din 31.12.2004.

[2] Potrivit art. 1 alin. (1) pct. 50 din Titlul Preliminar al Codului BVB – operator de piaţă, *Participant la sistemul de tranzacţionare al B.V.B. sau Participant* – intermediarii/firmele de

În esenţă, formatorul de piaţă prezintă **trăsături similare cu operatorul independent**, diferenţa majoră fiind aceea că, în timp ce primul este autorizat să execute tranzacţii în cont propriu, în vederea asigurării lichidităţii pe pieţele reglementate sau în cadrul sistemelor multifuncţionale, cel de-al doilea, prin autorizare, este abilitat să încheie tranzacţii în cont propriu şi **în afara sistemelor multilaterale de tranzacţionare**, pieţe reglementate sau sisteme multifuncţionale.

Scopul pentru care instituţia *market makerului* a fost recunoscută pe pieţele de capital a constat în realizarea unei creşteri a eficienţei acestor pieţe prin crearea unor mecanisme de menţinere a unui grad de lichiditate necesar pentru anumite instrumente financiare. Piaţa acestora ar fi putut fi distorsionată din mai multe cauze, spre exemplu datorită unui grad redus de disipare a acţiunilor, a prezenţei unui număr redus de investitori pe piaţa instrumentului financiar respectiv etc.

Intermediarii autorizaţi care dobândesc statutul de *market maker* îşi asumă riscul deţinerii în contul propriu a unui număr de instrumente financiare ale unui anumit emitent, în vederea asigurării lichidităţii şi facilitării tranzacţionării respectivelor titluri. Ei au o obligaţie legală de a menţine, pe tot parcursul şedinţei de tranzacţionare sau într-o anumită perioadă minimă prestabilită, cotaţii ferme atât la vânzare, cât şi la cumpărare.

Market makerul va obţine profit din diferenţa dintre preţul la care vinde şi preţul la care cumpără respectivele instrumente financiare (*spreadul* dintre *bid* şi *ask*). Cu toate că acest intermediar introduce în acelaşi timp în sistemul de tranzacţionare ordine de vânzare şi de cumpărare care au aproximativ aceeaşi parametri, nu se va putea formula împotriva sa o acuzaţie de manipulare prin folosirea tehnicii *„improper match orders*", întrucât există o obligaţie legală de a menţine cotaţii atât la vânzare, cât şi la cumpărare pentru instrumentul financiar pentru care a fost autorizat în calitate de *market maker*.

Stabilirea unor reguli în funcţie de care îşi desfăşoară activitatea un *market maker* autorizat nu reduce total riscul ca aceşti intermediari să manipuleze piaţa de capital. În cazul în care pentru un instrument financiar este autorizat un singur *market maker*, acesta va deţine practic un monopol pe piaţa respectivă. În situaţia în care acest intermediar autorizat în calitate de *market maker* îşi va exercita prerogativele cu reacredinţă se vor crea premisele unei pieţe artificiale. Distorsionarea preţului va putea interveni în ciuda parametrilor de protecţie stabiliţi de către operatorul pieţei respective. Tot astfel, chiar şi în situaţia în care sunt autorizaţi mai mulţi intermediari în calitate de *market makeri* pe piaţa unui instrument financiar, încheierea unei înţelegeri între aceştia în vederea fixării unor preţuri artificiale, la vânzare şi la

---

investiţii înscrişi în Registrul public al C.N.V.M., admişi la tranzacţionare pe piaţa reglementată la vedere, administrată de B.V.B., în condiţiile Titlului I, Cartea I şi înscrişi în Registrul Participanţilor.

cumpărare, va determina pe ceilalţi participanţi la piaţă să tranzacţioneze la preţuri denaturate (sau îi va împiedica să tranzacţioneze).

2.2. Condiţii privind autorizarea. Drepturile şi obligaţiile intermediarilor autorizaţi ca *market maker* pe piaţa reglementată operată de Bursa de Valori Bucureşti

În vederea dobândirii calităţii de *market maker* pe Piaţa Reglementată la vedere, un intermediar trebuie să îndeplinească cumulativ mai multe *condiţii*, potrivit art. 16^4 din Titlul al II-lea al Codului B.V.B. – operator de piaţă, dintre care cele mai importante sunt:

a) să deţină dreptul de a tranzacţiona instrumente financiare pe cont propriu în conformitate cu obiectul de activitate menţionat în actul de înscriere în Registrul C.N.V.M., secţiunea Intermediari;

b) să dispună în sistemul electronic de tranzacţionare de un cont individual de poziţie de tip „House”, asupra căruia nu este impusă nicio restricţie de natură legală sau tehnică;

c) să solicite acordarea calităţii de *market maker* pe Piaţa Reglementată la vedere prin transmiterea unei cereri scrise;

d) să solicite înregistrarea ca *market maker* pentru cel puţin un instrument financiar prin transmiterea formularului standard stabilit de B.V.B.;

e) să nu aibă restanţe în ceea ce priveşte îndeplinirea obligaţiilor financiare şi de orice altă natură faţă de B.V.B.;

f) să desemneze cel puţin un agent de bursă ca persoană de legătură pentru menţinerea contactului cu B.V.B. pe perioada deţinerii calităţii de *market maker*.

Principalele *obligaţii* pe care un intermediar autorizat în calitate de *market maker* trebuie să le respecte potrivit reglementărilor operatorului de piaţă Bursa de Valori Bucureşti se referă la anumiţi parametri specifici în funcţie de care îşi desfăşoară activitatea intermediarul în cauză.

Astfel, aceşti parametri se referă la:

a) volumul minim corespunzător ofertei ferme de cumpărare şi de vânzare;

b) *spread* (diferenţa dintre cotaţia afişată la vânzare şi cea afişată pentru cumpărare) maxim dintre preţurile de cumpărare şi de vânzare afişate de *market maker*;

c) perioada minimă pentru menţinerea în piaţă a ofertei de cumpărare şi de vânzare în decursul unei şedinţe de tranzacţionare sau anumite perioade de timp (de exemplu: o lună);

d) perioada de timp maximă până la reactualizarea ofertei ferme de cumpărare şi de vânzare;

e) număr minim sau maxim de instrumente financiare pentru care un singur intermediar autorizat poate să se înregistreze ca *market maker*;

f) perioada de timp minimă pentru care un *market maker* trebuie să deţină această calitate;

g) numărul maxim de şedinţe de tranzacţionare în decursul unei luni calendaristice în care un *market maker* poate să nu afişeze oferte ferme de cumpărare şi de vânzare.

Intermediarii care sunt înregistraţi ca *market maker* pentru un anumit instrument financiar pot încheia tranzacţii pe instrumentul respectiv în nume propriu, atât pe contul House, cât şi pe contul clienţilor.

Parametrii specifici şi eventualele cerinţe suplimentare sunt identice pentru toţi intermediarii care au calitatea de *market maker* pentru un anumit instrument financiar şi sunt cuprinse în contractul încheiat între aceştia şi B.V.B.

Obligaţiile unui *market maker* cu privire la introducerea şi menţinerea de oferte ferme de cumpărare şi de vânzare se realizează prin intermediul agenţilor de bursă.

2.3. Reguli de tranzacţionare

Identitatea *market makerului* care furnizează oferte ferme de cumpărare şi vânzare nu este vizibilă pentru ceilalţi intermediari, ci doar pentru Departamentul de specialitate din cadrul operatorului de piaţă Bursa de Valori Bucureşti.

B.V.B. poate decide cu privire la posibilitatea afişării identităţii *market makerilor* în sistemul de tranzacţionare, respectiv vizualizarea acesteia de către ceilalţi intermediari participanţi la sistemul de tranzacţionare, în funcţie de caracteristicile sistemului electronic utilizat de B.V.B.

Oferta fermă de cumpărare şi de vânzare este introdusă pe contul *„House”*, prin utilizarea ordinelor limită de cumpărare şi vânzare pentru instrumentul financiar pentru care intermediarul respectiv este înregistrat ca *market maker*.

În cazul ordinelor limită de tip *hidden*, *market makerii* au obligaţia să introducă şi să menţină un volum vizibil cel puţin egal cu volumul minim stabilit de Consiliul Bursei.

Se consideră că un *market maker* are o ofertă fermă de cumpărare şi de vânzare pentru un instrument financiar, dacă există cel puţin un ordin de cumpărare şi cel puţin un ordin de vânzare introduse de acesta pe contul *„House”*, care respectă toate cerinţele stabilite pentru fiecare instrument financiar de către Consiliul Bursei. În cazul în care un *market maker* se află în situaţia de a nu respecta una dintre aceste cerinţe, intermediarul în cauză are obligaţia de a se reîncadra în cerinţele respective în termenul limită stabilit de Consiliul Bursei.

Capitolul VI. Problema existenţei unei răspunderi reciproce a investitorilor în cazul contractelor de vânzare-cumpărare de acţiuni încheiate pe piaţa de capital

Secţiunea 1. Problema răspunderii în cazul tranzacţiilor bursiere efectuate în cadrul unor sisteme multilaterale de tranzacţionare

După cum am arătat, tranzacţiile pe piaţa de capital se încheie în mod obligatoriu de către un investitor prin mijlocirea unui intermediar autorizat. Acest intermediar, ca urmare a executării unei tranzacţii intră într-un raport juridic direct cu depozitarul central, garantând faţă de acesta, prin sumele de bani cu titlu de marje constituite şi puse la dispoziţia depozitarului, producerea efectelor tranzacţiei. La rândul său, depozitarul central garantează faţă de investitori, dar şi faţă de celălalt intermediar implicat într-o tranzacţie producerea efectelor tranzacţiei.

Avem de-a face aşadar cu o serie de raporturi juridice succesive, încheiate între anumite subiecte de drept care acţionează pe piaţa de capital, având rolul de intermediari ai investitorilor, persoane care se găsesc la cele două capete ale firului creionat de raporturile juridice respective.

Din arhitectura legislaţiei pieţei de capital, construită în prezent în România pe edificiul normelor comunitare cuprinse în MiFID şi în celelalte acte normative comunitare incidente, rezultă că, în cazul sistemelor multilaterale de tranzacţionare, nu se poate vorbi de existenţa unei responsabilităţi directe unul faţă de celălalt a investitorilor implicaţi într-o tranzacţie bursieră.

Fiecare investitor **va răspunde faţă de intermediarul autorizat** care a jucat rolul de comisionar al său, în temeiul ordinului de bursă emis. Aceasta nu înseamnă că investitorul nu trebuie să contribuie în mod direct la producerea efectelor tranzacţiei, el fiind ţinut să vireze suma de bani ce reprezintă preţul tranzacţiei, dacă are calitatea de cumpărător, respectiv să deţină în cont instrumentele financiare ce au făcut obiectul tranzacţiei pentru a putea fi transferate în contul cumpărătorului, dacă are calitatea de vânzător.

Secţiunea a 2-a. Problema răspunderii în cazul tranzacţiilor încheiate în sisteme bilaterale de tranzacţionare

În cazul tranzacţiilor încheiate în cadrul sistemelor bilaterale de tranzacţionare se disting două situaţii:

a) aceea în care una dintre contrapărţi este chiar operatorul independent care administrează respectivul sistem bilateral;

b) aceea în care contrapărţi sunt doi investitori care utilizează acelaşi sistem bilateral.

În prima situaţie, există posibilitatea ca investitorul să intre în raporturi juridice directe cu operatorul independent sau ca acesta să utilizeze serviciile unui alt intermediar autorizat. În prima variantă, va fi vorba, fără îndoială, de o răspundere directă a vânzătorului faţă de cumpărător. În cea de-a doua variantă, raportul juridic direct se va încheia între cei doi intermediari autorizaţi, operatorul independent şi mandatarul investitorului, astfel încât răspunderea investitorului va opera faţă de comisionarul său, care va fi ţinut în temeiul tranzacţiei să execute obligaţiile contractuale asumate faţă de terţul-operator independent.

Aceeaşi soluţie în problema răspunderii se impune a fi adoptată şi în cazul în care doi investitori utilizează acelaşi sistem bilateral de tranzacţionare, administrat de un terţ (nu va fi vorba de un operator independent, pentru că această instituţie juridică vizează numai intermediarul autorizat care execută tranzacţii în cont propriu). Dacă sistemul bilateral permite ca investitorii să încheie contracte fără mijlocirea unui intermediar autorizat (desigur va fi vorba de instrumente financiare care nu sunt admise la tranzacţionare într-un sistem multilateral de tranzacţionare), atunci răspunderea va fi directă. Dacă este impusă cerinţa efectuării tranzacţiilor prin mijlocirea unui intermediar autorizat, în condiţii similare cu cele stipulate de legislaţia pieţei de capital pentru operaţiunile cu titluri tranzacţionate pe pieţele reglementate sau în cadrul MTF, atunci intermediarul, având calitatea de comisionar, va intra în raporturi juridice directe cu un alt intermediar care reprezintă contrapartea în tranzacţia respectivă, fiind aplicabile regulile incidente în cazul tranzacţiilor încheiate în sistemele multilaterale de tranzacţionare.

Secţiunea a 3-a. Problema răspunderii în cazul tranzacţiilor încheiate în cadrul ofertelor publice

Ofertele publice care presupun încheierea unor contracte de vânzare-cumpărare, respectiv ofertele publice secundare, în cadrul cărora ofertantul nu este chiar emitentul, intră sub incidenţa dispoziţiilor art. 182 alin. (1) din Legea nr. 297/2004, potrivit cărora ofertantul este primul responsabil pentru nerespectarea prevederilor legale referitoare la realitatea, exactitatea şi acurateţea informaţiilor din prospectul/documentul de ofertă şi din anunţ.

În situaţia în care prospectul/documentul de ofertă este întocmit numai de ofertant, responsabilitatea privind realitatea, exactitatea, acurateţea şi caracterul complet al informaţiilor prezentate în cadrul acestora îi revine în **exclusivitate. Ofertantul răspunde solidar** pentru nerespectarea prevederilor legale referitoare la realitatea, exactitatea şi acurateţea informaţiilor din prospectul/documentul de ofertă şi din anunţ, chiar dacă nu i se poate reţine nicio culpă, cu următoarele persoane:

- membrii consiliului său de administraţie sau administratorul său unic
- intermediarii ofertei;
- orice altă entitate care a acceptat în prospect răspunderea pentru orice informaţie, studiu sau evaluare inserată sau menţionată în prospectul/documentul de ofertă.

Vom vorbi în acest caz de o responsabilitate directă a ofertantului, vânzător sau cumpărător, faţă de acceptanţii ofertei.

Titlul IV. Condiţii de validitate ale contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni

Încheierea validă a contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni presupune, evident, îndeplinirea aceloraşi condiţii de validitate ale oricărui contract de vânzare-cumpărare, acestea prezentând anumite particularităţi cu izvor în legislaţia specifică primară şi secundară sau în regulamentele bursiere, dar şi, în cazul tranzacţiei bursiere, respectarea unei condiţii speciale – obligativitatea încheierii contractului prin mijlocirea unui intermediar autorizat de autoritatea administrativă cu funcţie de reglementare, supraveghere şi control.

Capitolul I. Încheierea contractului de servicii de investiţii financiare – condiţie de validitate a tranzacţiei bursiere

Încheierea unui contract de intermediere între investitor şi un intermediar autorizat, instituţie de credit sau societate de servicii de investiţii financiare, reprezintă o condiţie de validitate a tranzacţiei bursiere. Potrivit art. 28 alin. (1) din Legea nr. 297/2004, prestarea de servicii de investiţii financiare în contul investitorilor se va face pe baza unui contract, redactat în două exemplare, dintre care unul va fi remis clientului.

Secţiunea 1. Intermediarii – noţiune şi rol

1.1. Elemente definitorii ale instituţiei juridice a intermediarilor de servicii financiare

Potrivit dispoziţiilor art. 2 alin. (1) pct. 14 din Legea nr. 297/2004, **intermediarii** sunt societăţi de servicii de investiţii financiare autorizate de C.N.V.M., instituţii de credit autorizate de Banca Naţională a României, în conformitate cu legislaţia bancară aplicabilă, precum şi entităţi de natura acestora autorizate în state membre sau nemembre să presteze servicii de investiţii financiare.

Din definiţia conţinută în art. 2 alin. (1) pct. 14 din lege se desprind următoarele **trăsături caracteristice** ale intermediarilor de servicii financiare:

- sunt **constituite sub forma societăţilor de servicii de investiţii financiare, instituţiilor de credit sau entităţilor de această natură** înfiinţate în state membre sau nemembre ale Uniunii Europene;

- sunt **autorizate** de către autoritatea competentă, respectiv C.N.V.M., în cazul societăţilor de investiţii financiare, Banca Naţională, în cazul instituţiilor de credit sau de către autorităţile competente din statele membre sau nemembre ale Uniunii Europene;

- autorizația vizează **prestarea unor servicii de investiții financiare** limitativ prevăzute de dispozițiile legale.

Toate entitățile care au statutul juridic de intermediar pe piața de capital din România sunt supuse **supravegherii și controlului exercitat de către C.N.V.M.**, indiferent de autoritatea care le-a autorizat. Respectarea cerințelor de adecvare a capitalului instituțiilor de credit este supusă supravegherii B.N.R.

Toate entitățile care au calitatea de intermediar trebuie să fie înscrise în **registrul C.N.V.M.** Intermediarii sunt înscriși în secțiunea I a registrului public C.N.V.M. în cinci categorii: a) **societăți de servicii de investiții financiare** (S.S.I.F.), autorizate de către C.N.V.M., b) instituții de credit, autorizate de Banca Națională a României; c) echivalentul societăților de servicii de investiții financiare, autorizate de către autoritățile competente din statele membre; d) echivalentul instituțiilor de credit, autorizate de către autoritățile competente din statele membre; e) intermediarii din statele nemembre, în baza autorizației acordate de C.N.V.M.

Activitatea de prestare de servicii de investiții financiare reprezintă un **monopol al intermediarilor autorizați** potrivit normelor legale de către autoritățile competente.

Odată obținută autorizarea, intermediarii au un **acces nelimitat** pe piața de capital din România.

Intermediarii pot fi **numai persoane juridice** ce se constituie **numai sub forma societăților comerciale**, fiind supuși atât dispozițiilor legale din cadrul legislației pieței de capital, cât și regimului juridic conturat de legea societăților comerciale. Instituțiile de credit se supun, desigur, și reglementărilor incidente din cadrul legislației bancare.

Secțiunea a 2-a. Natura, caracterele și regimul juridic aplicabil contractului de servicii de investiții financiare

2.1. Natura juridică

Contractul de servicii de investiții financiare (numit în limbaj uzual „contract de brokeraj") are o **natură juridică complexă**, primind caracteristicile mai multor contracte numite, în funcție de serviciile care formează obiectul contractului.

În principal, contractul de servicii de investiții financiare are natura juridică a **contractului de mandat**, întrucât serviciile de bază care formează obiectul contractelor de intermediere sunt cele prevăzute de art. 5 alin. (1) pct. 1 din Legea pieței de capital, respectiv a) **preluarea și transmiterea ordinelor** primite de la investitori în legătură cu unul sau mai multe instrumente financiare; b) **executarea ordinelor** în legătură cu unul sau mai multe instrumente financiare, altfel decât pe cont propriu.

Caracterul de contract încheiat cu un profesionist al contractului de servicii de investiții financiare rezidă din dispozițiile art. 2043 NCC, care prevăd că întotdeauna comisionarul acționează cu titlu profesional în cadrul contractului de comision.

Contractul de servicii de investiții financiare întrunește **condițiile vizate de definiția oferită în doctrina semnificativă**[1] a dreptului comercial contractului de mandat comercial, fiind un contract în temeiul căruia o persoană (mandatarul-intermediar autorizat) se obligă să încheie pe seama altei persoane care i-a dat împuternicirea (mandantul-investitor) anumite acte juridice care sunt pentru mandant fapte de comerţ. Toate tranzacţiile cu instrumente financiare reprezintă fapte de comerţ, astfel încât, indiferent de calitatea mandantului, dacă este sau nu comerciant, orice act juridic încheiat în numele său de intermediarul autorizat constând într-o tranzacţie bursieră sau numai în transmiterea ordinelor sale va avea natura unei fapte obiective de comerţ.

---

[1] *St.D. Cărpenaru*, Drept comercial român, Ed. All, 1996, București, p. 408.

Întrebarea care se pune este cel fel de mandat este acordat de către investitor firmei de investiţii prin intermediul contractului de servicii de investiţii financiare: **mandat cu reprezentare sau mandat fără reprezentare**? Cu alte cuvinte, aflându-ne pe tărâm comercial analiza urmează să răspundă la întrebarea dacă acest contract de servicii de investiţii financiare are natura unui contract de mandat cu reprezentare sau natura unui contract de comision, prin definiţie[1] fără reprezentare.

Pentru a realiza o calificare juridică fundamentată a contractului de brokeraj ar putea fi luate în considerare criterii generale, precum intenţia comună a părţilor de la momentul încheierii contractului, natura obligaţiei principale, ori modalităţile de executare a contractului, dar mai ales **diferenţele dintre cele două tipuri de contracte**[2].

Dispoziţiile art. 28 alin. (1) din lege, precum şi cele ale art. 112 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006 fac vorbire de efectuarea tranzacţiilor în contul clienţilor, respectiv „în numele şi în contul clienţilor", terminologie ce ar atrage o natură juridică de mandat cu reprezentare pentru contractul de servicii de investiţii financiare, fiind corespunzătoare definiţiei acestui tip de contract.

Care ar fi efectele juridice ale unei asemenea naturi a contractului de brokeraj? În primul rând, un mandat cu reprezentare ar conduce la **încheierea tranzacţiilor bursiere în numele clientului investitor**, situaţie ce ar implica o **cunoaştere a identităţii acestuia de către terţul contractant.** Cocontractantul este tot o S.S.I.F. sau o instituţie de credit care acţionează ca un mandatar al unui investitor. Specific tranzacţiilor bursiere moderne, încheiate în sisteme multilaterale de tranzacţionare, este faptul că acestea se încheie în sistem electronic, niciun investitor neavând posibilitatea de a-şi cunoaşte contrapartea, după cum niciun mandatar al investitorului, intermediar autorizat, nu poate cunoaşte clientul intermediarului autorizat care a emis ordinul ce a condus la încheierea tranzacţiei respective.

În situaţia tranzacţiilor bursiere încheiate în sisteme multilaterale de tranzacţionare, o dezvăluire a identităţii mandantului este exclusă.

Potrivit reglementărilor legale în vigoare, Legea pieţei de capital nr. 297/2004, Regulamentele, instrucţiunile şi dispunerile de măsuri ale Comisiei Naţionale a Valorilor Mobiliare, Codul Bursei de Valori Bucureşti, Codul Depozitarului Central, **nu există posibilitatea legală** ca într-o tranzacţie efectuată prin sistemul de tranzacţionare al Bursei de Valori Bucuresti, intermediarul care acţionează în numele unui client **să cunoască contrapartea, respectiv identitatea intermediarului auto-**

---

[1] Ibidem, p. 417.

[2] *Gh. Gheorghiu, A. Ţuţuianu, E. Istrătescu*, Drept comercial român, Ed. Biblioteca Târgovişte, 2004, p. 155.

rizat, tranzacţiilor intermediate **şi cu atât mai putin identitatea persoanei, clientului, în contul căreia tranzacţionează contrapartea tranzacţiei**. Cu alte cuvinte, tranzacţiile se încheie în sistemul electronic de tranzacţionare pus la dispoziţie de Bursa de Valori Bucureşti, în baza ordinelor de tranzacţionare introduse de participanţii la piaţă (exclusiv intermediari autorizaţi), fără ca vreunul dintre aceştia să cunoască identitatea părţii cu care încheie o tranzacţie. Intermediarul, prin persoana fizică autorizată să efectueze tranzacţii în calitate de agent de bursă, va cunoaşte că a fost efectuată o tranzacţie în care are poziţia de vânzător, spre exemplu, prin afişarea pe ecranul computerului său a confirmării executării ordinului de vânzare introdus, fără a îi fi transmise şi informaţii cu privire la identitatea cumpărătorului. Trebuie subliniat şi faptul că un intermediar autorizat nu poate vedea în sistemul electronic de tranzacţionare nici măcar dacă ordinul de sens contrar care a condus la încheierea tranzacţiei prin întâlnirea cu ordinul introdus de respectivul intermediar a fost introdus în sistemul de tranzacţionare de către contrapartea sa în contul *„House”* (contul firmei de brokeraj) sau în contul unui client al acesteia. Este de discutat dacă se vor aplica integral sau parţial în cazul tranzacţiilor bursiere regulile prevăzute de art. 1296 şi 1297 NCC, întrucât fiecare persoană în numele căreia se încheie contractul de vânzare-cumpărare are calitatea de intermediar autorizat, putând apărea fie ca reprezentant al unui investitor, fie ca investitor în cont propriu (contul „House”). Intermediarul autorizat nu va dezvălui niciodată calitatea de reprezentant înainte de încheierea tranzacţiei. Contrapartea sa nu cunoaşte şi nici nu trebuie să cunoască dacă intermediarul în cauză are sau nu în tranzacţia respectivă calitatea de reprezentant, raportul juridic creându-se între cei doi intermediari autorizaţi care introduc ordinele în sistemul de tranzacţionare.

În cazul tranzacţiilor de tip *„deal”*, încheiate pe segmente speciale ale pieţei sau al contractelor încheiate pe pieţe de tip OTC esenţială este negocierea, situaţie ce implică, inevitabil, cunoaşterea identităţii cocontractantului, informaţia putându-se limita la identitatea intermediarului. Niciun impediment legal nu există însă şi nu trebuie să existe pentru ca un investitor să cunoască identitatea celuilalt investitor cocontractant.

În practică nu poate avea loc o negociere numai între intermediari, pentru că aceştia nu pot exercita dreptul de dispoziţie aflat în patrimoniul investitorului-mandant fără ca acesta să-l mandateze în acest sens. Or, purtarea unei negocieri numai între intermediari, fără ca investitorii, clienţi ai acestora, să cunoască conţinutul acestor negocieri, este un demers ilogic şi inutil.

În mod cert însă, şi în cazul tranzacţiilor de tip deal sau încheiate pe o piaţă de tip OTC contractul se încheie în numele intermediarului, dar în contul investitorului.

În aceste condiţii, un prim element care ar contura natura juridică de mandat cu prezentare a contractului de servicii de investiţii financiare **nu este îndeplinit**.

Este important a clarifica însă şi aspectul central al întregii analize a naturii juridice a contractului de servicii de investiţii financiare, şi anume aspectul potrivit căruia intermediarul autorizat încheie tranzacţiile pe piaţa de capital **în nume propriu sau *nomine alieno***, respectiv în numele clientului său.

Încheierea unei tranzacţii bursiere în numele clientului ar avea drept consecinţă stabilirea unor raporturi juridice directe între clientul-mandant vânzător şi clientul-mandant cumpărător. În realitate, **aceste raporturi juridice directe între vânzător şi cumpărător nu se nasc niciodată pe piaţa de capital.** Transferul dreptului de proprietate şi plata preţului pentru instrumentele financiare ce fac obiectul tranzacţiei se realizează în sistemul de compensare-decontare al depozitarului central. Participanţi la sistemul de compensare-decontare al depozitarului central sunt numai intermediarii autorizaţi, o contraparte centrală, un agent de decontare sau o casă de compensare.

Conform art. 9 alin. (1) din Codul Depozitarului Central[1], „participanţii la sistemul de compensare-decontare şi registru **au obligaţia şi răspunderea exclusivă** ca, în momentul în care introduc în sistemul de tranzacţionare ordine de cumpărare, să se asigure că fondurile corespunzătoare decontării tranzacţiilor efectuate în conturi pentru care asigură servicii de decontare sunt disponibile la data decontării." În acelaşi timp, potrivit art. 9 alin. (2) din Codul Depozitarului Central, la data decontării, în conformitate cu orarul de decontare corespunzător tranzacţiilor încheiate, participanţii la sistemul de compensare-decontare şi registru au **obligaţia şi răspunderea exclusivă de a alimenta conturile de decontare** deschise la participanţii compensatori cu disponibilul necesar pentru stingerea obligaţiilor de plată rezultate în urma tranzacţiilor încheiate în sistemele de tranzacţionare şi înregistrate la Depozitarul Central. Prevederi similare sunt conţinute în art. 9 alin. (3) şi cu privire la obligaţia existenţei în cont a instrumentelor financiare ce fac obiectul unor ordine de vânzare.

Intermediarii autorizaţi sunt astfel direct răspunzători faţă de depozitarul central în cazul în care nu deţin fondurile sau instrumentele financiare necesare decontării tranzacţiilor efectuate pe seama clienţilor lor.

În privinţa relaţiilor dintre investitori şi intermediarii autorizaţi suntem fără îndoială în prezenţa incidenţei art. 2040 alin. (1) NCC, potrivit căruia **„terţii nu au raport juridic cu mandantul"**. Cu toate acestea, potrivit dreptului comun conturat de Noul Cod civil, mandantul-investitor va putea să se substituie mandatarului, pentru a exercita drepturile de creanţă născute din executarea mandatului, dacă şi-a executat propriile sale obligaţii faţă de mandatar, conform art. 2040 alin. (2) NCC.

Într-adevăr, de regulă, un investitor nu va putea acţiona în judecată un alt investitor pentru motivul că acesta nu a pus la dispoziţia intermediarului său fondurile sau instrumentele financiare necesare decontării tranzacţiei şi transferului dreptului de proprietate (în cazul tranzacţiilor încheiate pe piaţa deal sau pe o piaţă de tip OTC, care presupun negocierea bilaterală, executarea lor prin mijlocirea intermediarului autorizat atrage neresponsabilitatea cocontractanţilor unul faţă de celălalt, însă ar putea fi antrenată răspunderea pentru vicii ascunse). Lipsa, în principiu, a unei acţiuni directe nu rezultă dintr-o normă legală expresă, ci din ansamblul de norme care conturează arhitectura juridică a tranzacţiei bursiere. În ipoteza în care un investitor nu va pune la dispoziţie fondurile sau instrumentele financiare necesare, acestea vor trebui furnizate obligatoriu de către mandatarul/comisionarul său, respectiv de către intermediarul autorizat care a introdus în sistemul de tranzacţionare ordinul care a condus la încheierea tranzacţiei. Firma de investiţii în cauză va fi ţinută să furnizeze ea însăși banii sau instrumentele necesare decontării tranzacției. Nici măcar insolvabilitatea acestui intermediar autorizat nu va putea avea drept consecință împiedicarea încheierii tranzacției, întrucât aceasta fi operată cu sprijinul Fondului de compensare a investitorilor. În aceste condiții, mecanismele juridice privind încheierea și executarea contractelor de vânzare-cumpărare de instrumente financiare pe piața de capital opresc încheierea unor raporturi juridice directe între persoanele în contul/patrimoniul cărora se produc efectele tranzacțiilor.

---

[1] Aprobat prin Decizia C.N.V.M. nr. 604 din 13.04.2009.

Pe de altă parte, având în vedere dispoziția din cadrul art. 2040 alin. (2) NCC, credem că poate fi acceptată teza substituirii investitorului-client în drepturile mandatarului-intermediar autorizat în vederea exercitării drepturilor de creanță împotriva contrapărții din tranzacția bursieră, intermediar autorizat la rândul său. Un astfel de demers ar fi justificat pentru un investitor numai în cazul în care mandatarul său ar fi insolvabil, iar Fondul de compensare al investitorilor nu i-ar acoperi prejudiciul. Mai mult, nu vedem niciun impediment în calea aplicării dispozițiilor art. 2046 NCC referitoare la cedarea acțiunilor comisionarului către comitent, în cazul neexecutării obligațiilor de către terțul contraparte a tranzacției bursiere.

Credem că argumentele sus-menționate sunt suficient de puternice pentru a stabili fără echivoc **natura juridică de contract de comision** pentru contractul de servicii de investiții financiare care are drept obiect principalele activități de intermediere, respectiv preluarea ordinelor investitorilor și executarea tranzacțiilor în baza acestor ordine [art. 5 alin. (1) pct. 1 lit. a) și b) din lege]. **Tranzacțiile se încheie așadar pe piața de capital de către intermediarii autorizați în contul clienților, dar în nume propriu.** O opinie similară a fost exprimată recent în doctrină[1], argumentându-se corect că raporturile juridice directe (n.n. născute pe piața de capital cu ocazia încheierii tranzacțiilor bursiere) privesc doar intermediarii și restul participanților la piața de capital. „Investitorii nu pot să profite de aceste raporturi juridice preexistente decât dacă intermediarul lucrează în nume propriu, ca parte în raporturile juridice cu instituțiile pieței de capital". Într-adevăr, în absența calității intermediarului de participant la sistemul de tranzacționare operat de bursă sau în sistemul de compensare-decontare, operat de depozitarul central, un investitor nu va putea să încheie tranzacții prin mijlocirea respectivului intermediar, chiar dacă acesta este autorizat de către autoritatea administrativă.

Mijloacele de garantare a evitării riscurilor sistemice pe piața de capital, ce pot fi generate de nedecontarea unor tranzacții, cu consecința directă și imediată a pierderii credibilității respectivei piețe, împiedică existența unor raporturi juridice directe între investitori și instituțiile pieței, operatorul de piață, depozitarul central, casa de compensare. Dacă s-ar accepta soluția contrară, în sensul ca fiecare investitor să încheie raporturi juridice directe cu instituțiile pieței, **nefurnizarea de către acesta a fondurilor sau instrumentelor financiare** necesare executării (decontării) tranzacției ar **genera grave disfuncționalități**, creându-se prejudicii în patrimoniul investitorilor ale căror conturi au reprezentat contrapartea în tranzacția respectivă. Perpetuarea unor astfel de practici ar da naștere unui seism major care ar conduce la distrugerea totală a credibilității unei astfel de piețe financiare.

---

[1] *C. Gheorghe*, op. cit., p. 100.

În aceste condiţii, se poate afirma că dezideratul păstrării unor pieţe ordonate şi al menţinerii credibilităţii investitorilor impune în privinţa contractului de brokeraj imprimarea caracteristicilor contractului de comision.

Natura juridică de mandat fără reprezentare a contractului de brokeraj este vizibil întărită în cazul administrării de portofolii pe baze discreţionare, întrucât, într-o asemenea situaţie, termenii mandatului sunt vădit mai generali, lipsind ordinele pentru fiecare tranzacţie în parte, fără a se ştirbi desigur obligaţiile de raportare ale intermediarului către client.

Există **situaţii** în care raporturile juridice dintre firma de investiţii şi client sunt transpuse într-o **convenţie de mandat cu reprezentare**, un exemplu în acest sens fiind situaţia descrisă de dispoziţiile art. 112 lit. i) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, potrivit cărora clientul poate mandata S.S.I.F. să solicite şi să obţină extrasele de cont aferente tranzacţiilor executate, fiind necesară în asemenea ipoteză existenţa consimţământului expres al clientului.

În cazul altor servicii de investiţii financiare decât cele principale vom fi în prezenţa unor naturi juridice diferite ale convenţiilor încheiate în acest sens. Astfel:

- clauzele contractuale privind **custodia instrumentelor financiare**, serviciu conex prevăzut de art. 5 alin. (1) pct. 2 lit. a) din lege, vor avea natura juridică a **contractului de custodie**;
- clauzele contractuale privind **închirierea de casete de siguranţă**, art. 5 alin. (1) pct. 2 lit. b) din lege vor avea natura juridică a **contractului de închiriere**;
- clauzele contractuale privind **acordarea de credite sau împrumuturi de instrumente financiare unui investitor**, art. 5 alin. (1) pct. 2 lit. c) din lege vor avea natura juridică a **contractului de împrumut**;
- clauzele contractuale privind **consultanţa acordată societăţilor**, art. 5 alin. (1) pct. 2 lit. d) din lege şi **consultanţa de investiţii**, art. 5 alin. (1) pct. 2 lit. f) din lege, vor avea natura juridică a **contractului de consultanţă**;
- clauzele contractuale privind **servicii de schimb valutar**, art. 5 alin. (1) pct. 2 lit. g) din lege, vor avea natura juridică a **contractului de schimb**.

Un caz aparte, fără aplicaţii practice până în prezent în România, îl reprezintă încheierea unui eventual **contract privind subscrierea în baza unui angajament ferm** şi/sau plasamentul de instrumente financiare. Un astfel de contract intervine de regulă în cazul unei oferte publice de vânzare, în special în situaţia ofertei publice iniţiale de vânzare. Din punct de vedere al naturii juridice, un astfel de contract este extrem de **apropiat de contractul de vânzare-cumpărare**, întrucât intermediarul autorizat îşi asumă obligaţia de a cumpăra instrumentele financiare emise de către o persoană juridică. Angajamentul intermediarului are caracteristicile unei promisiuni de cumpărare. O asemenea convenţie poate fi dublată de o alta care constă în plasarea instrumentelor financiare astfel subscrise (cumpărate) către investitori, situaţie în care ar apărea şi o natură juridică de contract de comision. În cazul în care intermediarul autorizat se angajează numai să plaseze instrumentele financiare către investitori, suntem în prezenţa unui contract de comision, cu răspundere mai ridicată sau mai scăzută pentru comisionarul-intermediar autorizat, după cum acesta garantează sau nu garantează respectivul plasament.

Legiuitorul român a stabilit în mod expres prin NCC că prevederile acestuia privind contractul de agenție „nu se aplică persoanelor care acționează ca intermediar în cadrul burselor de valori și al piețelor reglementate de mărfuri și instrumente financiare derivate".

2.2. Caracterele juridice ale contractului de servicii de investiții financiare

Contractul de servicii de investiții financiare este un contract **sinalagmatic**, dând naștere de drepturi și obligații atât în sarcina firmei de investiții, cât și în cea a clientului-investitor.

Contractul de brokeraj este un **contract solemn**, întrucât acordul de voință al părților trebuie să îmbrace *ad validitatem* **forma scrisă**, potrivit art. 28 alin. (1) din lege și art. 112 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006. Acordul verbal al părților nu produce efecte juridice.

Contractul de brokeraj este un contract **cu titlu oneros**, deoarece este limpede că ambele părți urmăresc foloase patrimoniale, intermediarul vizează obținerea comisionului ca urmare a serviciilor prestate, iar clientul-investitor urmărește obținerea de profit prin încheierea de tranzacții pe piața de capital.

Contractul de brokeraj este un **contract de adeziune**, întrucât majoritatea clauzelor contractului sunt stabilite de către firma de investiții, îndeosebi prin aplicarea prevederilor legale.

Contractul de brokeraj este un **contract comutativ**, la încheierea sa părțile cunoscând întinderea prestațiilor la care se obligă.

Contractul de brokeraj reprezintă un contract de comision cu caracter general în baza căruia se încheie contracte de mandat speciale între investitor și intermediarul autorizat, sub forma ordinelor de bursă, în vederea încheierii tranzacțiilor pe piața de capital.

2.3. Regimul juridic aplicabil contractului de servicii de investiții financiare

Din punct de vedere al calității părților în cadrul contractului de brokeraj, în cazul **clienților-investitori persoane fizice**, acesta reprezintă, de regulă, un contract încheiat între un comerciant și un consumator, fiind **supus regimului juridic al contractelor încheiate cu consumatorii**. Aceste contracte vor fi ținute, desigur, să respecte și regimul juridic specific al legislației pieței de capital, normele juridice privind protecția consumatorilor reprezentând dreptul comun în materie. Firma de brokeraj are calitatea de comerciant profesionist, în timp ce clientul persoană fizică încheie contractul respectiv acționând în scopuri care se află în afara activității sale profesionale, având calitatea de consumator, astfel cum este definită această instituție de dispozițiile art. 2 alin. (1) din Legea nr. 193/2000 privind clauzele abuzive din contractele încheiate între comercianți și consumatori[1], prin care este implementată Directiva 93/13/CEE a Consiliului[2]. Având în vedere această situație, orice contract de brokeraj trebuie să se conformeze cerințele stipulate în Legea nr. 193/2000 în privința clauzelor abuzive.

---

[1] Republicată în M.Of. nr. 305 din 18 aprilie 2008.

[2] J.O. 95, 21.4.1993.

Apreciem că **persoanele fizice care desfăşoară cu titlu profesional,** în mod direct sau în mod indirect, activităţi din sfera serviciilor de investiţii financiare sau a plasamentelor pe piaţa de piaţa de capital nu se pot prevala de aplicarea regimului juridic al dreptului consumatorilor, atunci când investesc pe piaţa de capital în cont propriu. În această categorie intră angajaţii, conducătorii, administratorii intermediarilor autorizaţi, ai organismelor de plasament colectiv, ai instituţiilor credit, instituţiilor publice centrale sau locale, instituţiilor publice care administrează datoria publică, băncilor centrale, instituţiilor internaţionale şi supranaţionale cu atribuţii directe sau indirecte în realizarea investiţiilor pe piaţa de capital.

Având în vedere faptul că un contract de brokeraj trebuie să conţină o serie de clauze standard preformulate, ce izvorăsc din aplicarea dispoziţiilor legale incidente, potrivit art. 5 din Legea nr. 193/2000 firma de brokeraj trebuie să **pună la dispoziţia clientului un exemplar din contractul pe care îl propune.** O dispoziţie similară există şi în legislaţia secundară a pieţei de capital, respectiv în cadrul art. 109 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006.

Secţiunea a 3-a. Clienţi profesionali, clienţi de retail

Efectele contractului de servicii de investiţii financiare privesc drepturile şi obligaţiile reciproce existente între firma de investiţii-intermediar autorizat şi clienţii acesteia. Legislaţia pieţei de capital realizează o **distincţie,** în unele cazuri, între efectele contractelor încheiate de intermediarul autorizat cu clienţii de retail şi cele ale contractului încheiat cu clienţii profesionali.

Potrivit art. 2 alin. (2) lit. g) raportat la Anexa 8 a Regulamentului C.N.V.M. nr. 32/2006, **clienţii profesionali** sunt acele categorii de persoane care **posedă experienţa, cunoştinţele şi capacitatea de a lua decizia investiţională şi de a evalua riscurile pe care aceasta le implică.**

Dispoziţiile art. 2 ale Anexei 8, care transpun dispoziţiile Anexei ale Directivei 2004/39/CE-MiFID, stabilesc următoarele categorii de clienţi profesionali:

a) **Entităţi care trebuie autorizate sau reglementate să opereze pe pieţe financiare.** Lista următoare include toate entităţile autorizate care desfăşoară activităţi de tipul celor menţionate: entităţi autorizate în România sau într-un stat membru conform unei directive europene, entităţi autorizate sau reglementate în România sau într-un stat membru care nu intră sub incidenţa unei directive europene şi entităţi autorizate sau reglementate de un stat nemembru:

1. instituţii de credit;
2. societăţi de servicii de investiţii financiare;
3. alte instituţii financiare autorizate sau reglementate;
4. societăţi de asigurări;
5. organisme de plasament colectiv şi societăţile de administrare ale acestora;
6. fonduri de pensii şi societăţile de administrare ale acestora;
7. traderii;
8. alţi investitori instituţionali.

b) **Societăţi comerciale care îndeplinesc două din următoarele cerinţe:**

1. bilanţ contabil total: 20.000.000 euro

2. cifra de afaceri netă: 40.000.000 euro
3. fonduri proprii: 2.000.000 euro.

c) **Guverne naţionale sau regionale, instituţii publice care administrează datoria publică, bănci centrale, instituţii internaţionale şi supranaţionale,** ca de exemplu Banca Mondială, Fondul Monetar Internaţional, Banca Centrală Europeană, Banca Europeană de Investiţii şi alte organizaţii internaţionale similare.

d) **Alţi investitori instituţionali a căror activitate principală o reprezintă investiţia în instrumente financiare,** inclusiv entităţi care se ocupă cu securizarea activelor sau cu alte tranzacţii financiare.

Aceste entităţile considerate *ex lege* a avea calitatea de clienţi profesionali pot solicita să nu fie tratate drept clienţi profesionali şi pot beneficia de un grad mai înalt de protecţie din partea societăţilor de servicii de investiţii financiare. Intră în responsabilitatea clientului considerat profesional să solicite acordarea unui grad mai ridicat de protecţie, atunci când consideră că nu poate evalua sau gestiona corect riscul implicat.

În cazul în care clientul unei S.S.I.F. este o entitate considerată a fi client profesional, S.S.I.F. trebuie să-l informeze înaintea prestării oricărui serviciu de investiţii financiare că, în baza informaţiilor disponibile, acesta **este considerat client profesional** şi va fi tratat ca atare, cu excepţia cazului în care S.S.I.F. şi clientul hotărăsc altfel. S.S.I.F. mai trebuie să informeze clientul că poate solicita modificarea termenilor contractului, în vederea obţinerii unui grad mai ridicat de protecţie.

Acest **grad superior de protecţie** se va acorda atunci **când un client considerat profesional semnează un contract în acest sens cu S.S.I.F.,** care prevede că nu va fi tratat ca profesional în aplicarea regulilor de conduită. Un astfel de contract trebuie să prevadă dacă acest lucru este valabil pentru unul sau mai multe servicii sau tranzacţii ori pentru unul sau mai multe tipuri de produse sau tranzacţii.

Pe de altă parte, clienţii de retail ai unei firme de investiţii, inclusiv instituţiile publice şi investitorii individuali privaţi, pot, de asemenea, să renunţe la protecţia ce trebuie asigurată acestora conform regulilor de conduită. S.S.I.F. poate să trateze orice client drept client profesional, în cazul în care sunt îndeplinite toate criteriile şi procedurile menţionate anterior. Cu toate acestea, aceşti clienţi, nu trebuie să fie consideraţi clienţi care posedă cunoştinţe şi experienţă comparabile cu cele ale categoriilor de clienţi profesionali

Orice renunţare la protecţia acordată de regulile de conduită va fi considerată validă numai dacă, în urma evaluării de către S.S.I.F. a experienţei, cunoştinţelor şi abilităţilor clientului, se dovedeşte că acesta are capacitatea să ia singur decizii investiţionale şi să înţeleagă riscurile care decurg din acestea.

Experienţa şi pregătirea cerută administratorilor şi conducătorilor S.S.I.F. în cadrul acestui regulament pot fi luate ca exemplu pentru evaluarea experienţei şi cunoştinţelor unui client. În cazul unor persoane juridice care nu îndeplinesc criteriile de încadrare a lor în categoria clienţilor profesionali, persoana care va fi evaluată este persoana mandatată să desfăşoare tranzacţii în numele respectivei societăţi.

În cadrul **evaluării experienţei şi cunoştinţelor unui client** pentru ca acesta să fie încadrat în categoria clienţilor profesionali, trebuie îndeplinite **cel puţin două din criteriile următoare:**

a) clientul a desfăşurat un număr semnificativ de tranzacţii pe piaţă, cu o frecvenţă medie de 10 pe trimestru, pe o perioadă anterioară de cel puţin patru trimestre;

b) portofoliul financiar al clientului, cuprinzând depozite de numerar şi instrumente financiare, depăşeşte 500.000 euro;

c) clientul lucrează sau a lucrat în sectorul financiar cel puţin un an pe o poziţie profesională, care necesită cunoştinţe despre tranzacţii sau serviciile de investiţii financiare.

Secţiunea a 4-a. Obligaţiile firmei de investiţii-comisionar

4.1. Obligaţia de informare

Obligaţia de informare a investitorului de către intermediarul autorizat deţine un rol central în dinamica raporturilor juridice dintre aceste două categorii de persoane, bucurându-se de o multitudine de norme juridice care o dezvoltă, prezente atât în legislaţia Uniunii Europene, cât şi în cea naţională.

Obligaţia de informare a investitorilor de către intermediarii autorizaţi este instituţia juridică căreia i se dedică cele mai multe norme juridice, fiind astfel descrisă în detaliu. Această abordare a legiuitorului este firească având în vedere că informaţia este elementul central ce stă la baza deciziei investiţionale

Obligaţiile firmelor de investiţii de furnizare a informaţiei sunt conţinute în Regulamentul (CE) al Comisiei Europene nr. 1287/2006 al Comisiei din 10 august 2006 de punere în aplicare a Directivei 2004/39/CE a Parlamentului European şi a Consiliului privind obligaţiile întreprinderilor de investiţii de păstrare a evidenţei şi înregistrărilor, raportarea tranzacţiilor, transparenţa pieţei, admiterea de instrumente financiare în tranzacţii şi definiţia termenilor în sensul directivei în cauză (JO L 241, 2.09.2006). Acest act normativ al Uniunii Europene are aplicabilitate directă, nefiind necesară transpunerea sa, în România. Toate celelalte obligaţii privind cerinţele de informare sunt reglementate de Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006.

Trebuie precizat că există o obligaţie de informare consistentă, care vizează multiple aspecte, atât înainte încheierii contractului cu investitorul, cât şi pe parcursul derulării acestuia.

4.1.1. Reguli generale privind comunicarea informaţiilor către clienţii S.S.I.F.

Atunci când S.S.I.F. trebuie să furnizeze **o informaţie pe un suport durabil**, va putea să furnizeze acea informaţie pe un alt suport durabil decât suportul de hârtie numai dacă:

a) furnizarea acelei informaţii pe acel suport este adecvată în raport cu relaţia de afaceri care se desfăşoară sau care se va desfăşura între S.S.I.F. şi client,

b) persoana căreia urmează a-i fi furnizată informaţia, a ales în mod special ca informaţia să-i fie remisă pe acel suport, atunci când i s-a oferit a alege între furnizarea informaţiei pe suport de hârtie sau pe un alt suport.

Intermediarul autorizat trebuie să furnizeze informaţii unui client **prin intermediul paginii de internet** şi acele informaţii nu sunt adresate personal clientului, trebuie îndeplinite următoarele condiţii:

a) furnizarea acelor informații pe acel suport este corespunzătoare (adecvată) în raport cu relația de afaceri care se desfășoară sau care se va desfășura între societate și client;

b) clientul trebuie să consimtă în mod expres cu privire la furnizarea acelor informații în acel format (sub acea formă);

c) clientul trebuie notificat electronic cu privire la adresa paginii de internet și cu privire la locul (calea) de pe pagina de internet unde poate fi accesată informația;

d) informațiile trebuie actualizate la zi;

e) informațiile trebuie să poată fi accesate în mod continuu prin intermediul acelei pagini de internet pentru perioada de timp în care, în mod rezonabil, clientul are nevoie să le verifice.

Comunicarea informațiilor prin intermediul sistemului electronic va fi considerată adecvată în raport cu relația de afaceri ce se desfășoară sau se va desfășura între societate și client, dacă există certitudinea accesului regulat al clientului la internet. Furnizarea de către client a unei adrese de email destinată desfășurării acelei afaceri va fi considerată că îndeplinește o asemenea condiție.

Informațiile, inclusiv materialele publicitare, pe care le transmite sau le diseminează într-un mod care ar putea determina recepționarea acestora de către clienții de retail trebuie să respecte următoarele cerințe:

a) trebuie să fie precise și, în mod special, să nu sublinieze niciun potențial profit/beneficiu referitor la un serviciu de investiție sau un instrument financiar fără a oferi, de asemenea, indicații corecte și evidente cu privire la orice riscuri relevante;

b) trebuie să fie suficiente și prezentate într-un mod care să permită înțelegerea lor de către un număr mediu din membrii grupului căruia îi sunt adresate sau care ar putea recepționa aceste informații;

c) nu trebuie să ascundă, să diminueze sau să tăinuiască detalii, precizări sau avertismente importante.

În situația în care informația cuprinde referiri la performanțele trecute ale unui instrument financiar, ale unui indice financiar sau a unui serviciu de investiții trebuie îndeplinite următoarele condiții:

a) acea mențiune (referire) nu trebuie să fie cea mai evidențiată în cadrul comunicatului;

b) informația trebuie să cuprindă referiri corespunzătoare cu privire la performanțele aferente:

i) perioadei precedente de 5 ani; sau,

ii) întregii perioade pentru care instrumentul financiar a fost oferit, indicele financiar a fost stabilit sau serviciul de investiții a fost furnizat, dacă perioada de referință este mai mică de 5 ani;

iii) unei perioade mai mari, dacă S.S.I.F. decide astfel.

c) în fiecare situație, referirile cu privire la performanțe trebuie să fie bazate pe perioade integrale de 12 luni.

d) perioada de referință și sursa informațiilor trebuie precizate în mod clar;

e) informația trebuie să conțină un avertisment evidențiat distinct cu privire la faptul că cifrele și performanțele anterioare nu reprezintă un indicator relevant pentru rezultatele viitoare;

f) atunci când referinţele sunt prezentate în cifre denominate în altă monedă decât cea a statului membru în care clientul de retail sau potenţialul client de retail este rezident, moneda respectivă trebuie clar menţionată împreună cu un avertisment cu privire la faptul că venitul (câştigul estimat) poate să crească sau să scadă ca urmare a fluctuaţiilor monedei;

g) atunci când referinţele sunt bazate pe rezultate brute, trebuie menţionat modul în care acestea sunt influenţate de tarife, comisioane sau alte costuri.

Atunci când informaţia conţine referiri la performanţe viitoare, următoarele condiţii trebuie îndeplinite:

a) informaţia nu trebuie să se bazeze sau să se refere la performanţe trecute simulate;

b) informaţia trebuie să se bazeze pe date rezonabile susţinute de alte obiective;

c) atunci când informaţia are la bază performanţa brută, trebuie menţionat modul în care aceasta este afectată de tarife, comisioane sau alte costuri;

d) informaţia trebuie să cuprindă un avertisment clar cu privire la faptul că asemenea previziuni nu reprezintă un indicator cert pentru performanţe viitoare.

Atunci când informaţia se referă la un **tratament special privind impozitul**, aceasta va sublinia clar faptul că acest tratament privind impozitul depinde de circumstanţele individuale ale fiecărui client, precum şi faptul că această situaţie poate suferi modificări în viitor.

Informaţia **nu va folosi denumirea niciunei autorităţi competente** într-un mod care ar putea indica sau sugera garantarea sau aprobarea de către acea autoritate a produselor sau serviciilor S.S.I.F.

Firma de investiţii va informa clienţii prin intermediul unui **suport durabil** cu privire la orice drept pe care aceştia îl pot solicita.

Informaţiile transmise de către S.S.I.F. clienţilor trebuie să le permită acestora să ia, în baza respectivelor informaţii, decizii investiţionale, să reacţioneze prompt în legătură cu pierderile curente sau potenţiale şi să reflecte la corelaţia dintre obiectivul, strategia investiţională propusă şi portofoliul de care dispun.

Intermediarul. trebuie **să furnizeze la timp clienţilor săi informaţiile necesare** pentru a le permite acestora luarea deciziilor investiţionale în cunoştinţă de cauză.

Potrivit art. 107 alin. (3) din Regulamentul nr. 32/2006, pentru furnizarea la timp a informaţiilor, S.S.I.F. trebuie să ia în considerare:

a) urgenţa cu care trebuie soluţionată o situaţie dată;

b) timpul necesar clientului să perceapă şi să reacţioneze la informaţia transmisă;

c) termenii contractuali agreaţi de client.

Conţinutul şi scopul pentru care sunt transmise informaţiile trebuie să fie **uşor de înţeles**, iar datele relevante trebuie să fie clar evidenţiate.

Firma de investiţii. poate publica şi distribui materiale ce nu fac recomandări specifice, ci doar **conţin o listă a tuturor recomandărilor făcute de aceasta în trecut**. Lista trebuie să conţină următoarele elemente:

a) denumirea fiecărui instrument financiar recomandat;

b) data şi tipul recomandării (de exemplu: vânzare sau cumpărare);

c) preţul sau intervalul de preţ la momentul la care a fost făcută recomandarea;

d) preţul sau intervalul de preţ pentru care a fost făcută recomandarea.

Conform art. 108 alin. (1) din Regulamentul nr. 32/2006, în situaţia recomandării unei tranzacţii S.S.I.F. trebuie **să facă cunoscute clientului toate informaţiile deţinute cu privire la instrumentele financiare** ce fac obiectul investiţiei respective şi să îi aducă la cunoştinţă acestuia că performanţele anterioare nu reprezintă garanţii ale performanţelor viitoare. Furnizarea acestor informaţii nu trebuie să încalce regimul juridic al abuzului de piaţă, în sensul că informaţiile transmise clientului nu trebuie să constituie la data respectivă informaţii cu caracter privilegiat.

S.S.I.F., prin personalul său, poate face recomandări legate de tranzacţionare clienţilor actuali sau potenţiali numai dacă dispune de analize financiare şi de alte documente accesibile publicului, cu privire la instrumentul financiar care face obiectul recomandării. **Firma de investiţii nu este îndreptăţită să garanteze în niciun fel performanţele instrumentului financiar respectiv**, conform art. 108 alin. (2) din Regulamentul nr. 32/2006. Încălcarea acestei obligaţii intră în sfera ilicitului, întrucât fie garantarea se bazează pe informaţii reale cu caracter privilegiat care indică o anumită evoluţie a cursului instrumentului financiar respectiv, fie garantarea performanţelor se realizează numai în scopul determinării clientului de a încheia anumite tranzacţii, sau chiar de a încheia un contract de servicii de investiţii financiare cu intermediarul respectiv, situaţie în care pot fi întrunite elementele constitutive ale infracţiunii de înşelăciune.

Atunci când acordă consultanţă sau face recomandări unui client, S.S.I.F. trebuie să ţină seama de obiectivul investiţional şi de profilul respectivului client constituit pe baza informaţiilor furnizate de acesta.

Clientul trebuie să primească de la S.S.I.F. rapoarte adecvate cu privire la serviciile furnizate de aceasta. Aceste rapoarte vor include, acolo unde se aplică, costurile asociate tranzacţiilor şi serviciilor efectuate în numele clientului.

Pentru a permite clienţilor să aprecieze în orice moment termenii unei tranzacţii pe care intenţionează să o desfăşoare şi să verifice, ulterior, condiţiile în care această tranzacţie a fost executată, firma de investiţii este obligată să pună la dispoziţia clienţilor toate informaţiile afişate în sistem, cu privire la preţurile şi volumul de tranzacţionare aferente instrumentului financiar, subiect al tranzacţiei.

4.1.2. Furnizarea informaţiilor privind instrumentele financiare

Informaţiile furnizate de S.S.I.F. cu privire la caracteristicile principale ale fiecărui instrument financiar şi avertismente cu privire la riscurile asociate investiţiilor în respectivele instrumente financiare trebuie să conţină o descriere generală a naturii şi a riscurilor asociate instrumentelor financiare, luând în considerare, în special, categoria din care face parte clientul - client de retail sau client profesional. Descrierea trebuie să explice natura tipului de instrument financiar în cauză, precum şi riscurile specifice tipului de instrumente financiare într-un mod suficient de detaliat astfel încât să permită clientului să adopte o decizie investiţională în cunoştinţă de cauză.

Conform art. 116 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, descrierea riscului este necesar să includă, în cazul în care este relevant pentru tipul de instrument financiar în cauză, pentru situaţia şi nivelul de înţelegere al clientului, următoarele elemente:

a) riscurile asociate respectivului tip de instrument financiar, inclusiv o explicaţie privind efectul de levier, precum şi asupra riscului de pierdere totală a investiţiei;

b) volatilitatea preţului unor asemenea instrumente financiare şi orice limitări ale pieţei relativ la aceste instrumente;

c) faptul că un investitor poate dobândi, ca urmare a tranzacţiilor cu asemenea instrumente financiare, angajamente financiare sau alte obligaţii suplimentare, inclusiv cele contingente, suplimentare faţă de costul dobândirii instrumentelor financiare;

d) orice cerinţă privind marje sau altă obligaţie similară, aplicabilă instrumentelor de acel tip.

În cazul în care firma de investiţii transmite unui client de retail sau potenţial client de retail, informaţii vizând un instrument financiar care face obiectul unei oferte publice curente pentru care a fost publicat un prospect conform legislaţiei Uniunii Europene, respectiva societate va informa clientul de retail sau potenţialul client de retail, cu privire la modalitatea în care prospectul este accesibil publicului.

În cazul în care riscurile asociate unui instrument financiar compus din două sau mai multe instrumente financiare sau servicii diferite sunt susceptibile să fie mai mari decât cele asociate oricărei dintre componente, S.S.I.F. va furniza o descriere adecvată a componentelor acelui instrument financiar, precum şi a modului în care interacţiunea respectivelor componente măreşte riscul aferent instrumentului financiar compozit.

În cazul instrumentelor financiare care includ o garanţie a unei terţe părţi, informaţia referitoare la garanţie va include suficiente detalii privind garantul şi garantatul astfel încât să permită unui client de retail sau potenţial client de retail să facă o evaluare corectă a respectivei garanţii.

4.1.3. Obligaţia de informare anterioară încheierii contractului

Există o obligaţie de informare înaintea încheierii oricărui contract comercial. În general, negociatorul, viitoare parte a unui contract, datorează partenerului comunicarea tuturor informaţiilor care ar putea fi determinante pentru consimţământul acestuia[1]. Caracterul complet sau incomplet al informaţiei se apreciază în funcţie de partenerul cocontractant[2]. De aceea, în cazul contractelor de intermediere încheiate cu investitorii profesionali (instituţionali) obligaţia de informare va fi mai diluată decât în cazul contractelor încheiate cu investitorii de retail.

Obligaţia de informare există în sarcina intermediarilor autorizaţi **înainte chiar de a se semna contractul de servicii de investiţii financiare**, titularii dreptului corelativ fiind toţi investitorii, potenţiali clienţi ai firmei de investiţii. Existenţa unei asemenea obligaţii înainte de încheierea unor raporturi juridice între investitori şi intermediarul autorizat reprezintă **o componentă a principiului transparenţei pieţei de capital.**

Fiind vorba de un contract de adeziune, obligaţia de informare înaintea încheierii acestuia este considerabil sporită.

---

[1] *I. Turcu*, op. cit., vol. III, p. 226.

[2] Ibidem.

În cadrul obligației de a asigura informarea investitorilor, potențiali clienți de retail, înainte de încheierea contractului de brokeraj, firma de investiții, conform art. 109 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, este ținută să le transmită acestora, în timp util înaintea încheierii unui contract ce prevede prestarea de servicii de investiții sau servicii conexe și în prealabil furnizării acestor servicii, următoarele informații:

a) **termenii respectivului contract;**

b) **informații privind condițiile de desfășurare a activității** și de efectuarea a serviciilor de investiții financiare de către firma de investiții respectivă, precum și informații cu privire la conținutul contractului sau cu privire la serviciile de investiții sau conexe respective.

Firma de investiții va informa clienții profesionali dacă instrumentele financiare sau fondurile sale sunt ori vor fi supuse unei jurisdicții, alta decât cea a unui stat membru și precizează în ce măsură sunt afectate de această situație drepturile clientului aferente acestor instrumente financiare. Totodată clienții profesionali trebuie informați anterior prestării serviciilor de investiții financiare cu privire la existența și la termenii oricărui interes sau gaj pe care îl deține sau l-ar putea deține S.S.I.F. asupra instrumentelor financiare sau a fondurilor clientului, ori cu privire la orice drept de compensare pe care îl are în legătură cu respectivele instrumente financiare sau fonduri

Toate aceste informații vor fi furnizate pe un suport durabil sau prin intermediul unei pagini de internet, dacă sunt întrunite condițiile legale pentru diseminarea electronică a informațiilor.

S.S.I.F. se va asigura că **informațiile conținute în materialele publicitare** sunt identice cu orice alte informații transmise clienților în cadrul activității de prestare de servicii de investiții sau servicii conexe.

Înaintea semnării contractului și a cererii de deschidere de cont, conform art. 110 alin. (1) din Regulamentul CV.N.V.M. nr. 32/2006, S.S.I.F. va înmâna clientului sau potențialului client un document de prezentare scris într-o formă ușor de înțeles, astfel încât acesta să fie în măsură să înțeleagă natura și riscurile serviciilor de investiții și serviciilor conexe, precum și a specificității instrumentului financiar care este oferit și, în consecință, să ia decizii investiționale în cunoștință de cauză. **Documentul de prezentare va cuprinde informații adecvate** privind:

a) datele de identificare a S.S.I.F., precum și datele de contact necesare clienților pentru a comunica efectiv cu clienții;

b) limbile în care clientul poate comunica cu respectiva societate sau în care poate primi documente ori alte informații;

c) modalitățile de comunicare ce urmează a fi folosite în relația dintre client și societate inclusiv, dacă este relevant, modalitățile de trimitere și primire a ordinelor;

d) o declarație privind faptul că societatea a fost autorizată, precum și denumirea și adresa de contact a autorității competente care a emis autorizația;

e) în cazul în care societatea acționează prin intermediul unui agent delegat, o declarație care să menționeze acest fapt și în care să fie specificat statul membru în care respectivul agent delegat este înregistrat;

f) natura, frecvența precum și perioada aferentă rapoartelor referitoare la prestarea serviciilor prevăzute a fi efectuate de către S.S.I.F. către clienți;

g) o descriere sumară a măsurilor luate pentru protejarea activelor clienţilor, inclusiv detalii sumare referitoare la orice sistem de compensare a investitorilor sau garantare a fondurilor depuse la care respectiva societate este parte în virtutea desfăşurării activităţii sale într-un stat membru, în cazul în care S.S.I.F. deţine instrumente financiare sau fonduri ale clienţilor;

h) o descriere, ce poate fi făcută într-o formă sumară, a politicii privind conflictele de interese adoptată de către societate;

i) o notă cu privire la faptul că orice detalii suplimentare referitoare la politica privind conflictele de interese va fi pusă la dispoziţia clientului în orice moment la cererea acestuia pe un suport durabil sau prin intermediul unei pagini de internet;

j) serviciile de investiţii şi conexe autorizate;

k) instrumentele financiare şi strategiile de investiţii avute în vedere;

l) informaţii cu privire la caracteristicile principale ale fiecărui instrument financiar şi avertismente cu privire la riscurile asociate investiţiilor în respectivele instrumente financiare sau cu privire la anumite strategii de investiţii;

m) locurile („*trading venues*") unde sunt executate tranzacţiile (piaţa reglementată, ATS etc.);

n) comisioanele şi tarifele, taxele şi impozitele asociate;

o) informaţii cu privire la existenţa compartimentului de control intern, a reprezentantului acestuia şi a posibilităţii transmiterii eventualelor reclamaţii;

p) elementele minime necesare derulării tranzacţiilor cu instrumente financiare, inclusiv constituirea marjelor, fondurilor de garantare etc., dacă este cazul.

În cazul în care S.S.I.F. propune unui client de retail sau unui potenţial client de retail, **prestarea de servicii de administrare a portofoliului**, în completarea informaţiilor sus-menţionate, documentul de prezentare va cuprinde şi următoarele informaţii, în măsura în care acestea sunt aplicabile:

a) informaţii privind metoda şi frecvenţa evaluării instrumentelor financiare aflate în portofoliul clientului;

b) detalii vizând orice eventuală delegare privind administrarea discreţionară a tuturor sau a unei părţi a instrumentelor financiare ori a fondurilor din portofoliul unui client;

c) specificarea oricărui standard de evaluare a performanţei pentru portofoliul unui client;

d) tipurile de instrumente financiare care pot fi incluse în portofoliul clientului, precum şi tipurile de tranzacţii care pot fi efectuate cu aceste instrumente, inclusiv existenţa oricărei limitări;

e) obiectivele activităţii de administrare a portofoliului, nivelul de risc aferent administrării discreţionare a portofoliului, precum şi orice constrângere referitoare la administrarea discreţionară.

4.1.4. Obligaţiile de informare ale firmei de investiţii după încheierea contractului de brokeraj

Tranzacţiile încheiate de către firma de investiţii în conturile clienţilor săi se realizează în baza unor **ordine de bursă**, care corespund voinţei juridice a investitorilor-clienţi. Aceste ordine vor fi introduse în sistemul de tranzacţionare, putând fi ulterior modificate sau retrase, dar numai înainte de executarea lor. Caracteristicile ordinului de bursă vor reprezenta clauzele contractului de vânzare-cumpărare de instrumente financiare ce va fi încheiat în sistemul de tranzacționare prin întâlnirea cu un ordin de bursă ce va viza o operațiune juridică de sens contrar.

Clientul-investitor trebuie să fie informat în prealabil în legătură cu toate caracteristicile ordinului de tranzacționare care va produce efecte juridice în patrimoniul său. Potrivit art. 121 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, S.S.I.F. are obligația completării unui **formular de ordin**, pentru fiecare ordin de tranzacționare și pentru fiecare decizie de tranzacționare, luată în scopul furnizării serviciului de administrare a portofoliului, care va cuprinde informațiile menționate la art. 7 din Regulamentul CE nr. 1287/2006:

a) numele sau altă desemnare a clientului;

b) numele sau altă desemnare a unei persoane relevante care acționează în numele clientului;

c) informațiile detaliate privind operațiunea juridică (vânzare sau cumpărare) vizată de ordin, prețul unitar la care urmează a se încheia tranzacția, cantitatea de instrumente financiare vizată de ordin, moneda în care se exprimă prețul;

d) natura ordinului, în cazul în care este altul decât de cumpărare sau vânzare;

e) tipul ordinului;

f) orice alte informații, condiții și instrucțiuni specifice ale clientului, care oferă indicații cu privire la modul de executare a ordinului;

g) data și ora exactă la care întreprinderea de investiții primește ordinul sau decizia de tranzacționare.

Intermediarul. care a executat ordinul clientului, altfel decât în condițiile administrării portofoliului, are următoarele **obligații cu privire la respectivul ordin**:

a) să transmită de îndată clientului, pe un suport durabil, informațiile esențiale cu privire la executarea respectivului ordin în cadrul unui **formular de confirmare a executării ordinelor**;

b) în cazul unui client de retail, S.S.I.F. trebuie să transmită clientului formularul de confirmare a executării ordinelor pe un suport durabil, prin care confirmă executarea ordinului, de îndată ce este posibil și cel mai târziu în prima zi lucrătoare ce urmează executării ordinului sau, dacă S.S.I.F. primește confirmarea de la o parte terță, cel mai târziu în prima zi lucrătoare ce urmează primirii confirmării de la respectiva parte terță.

Intermediarul. are obligația suplimentară să informeze clientul, la cererea acestuia, cu privire la situația executării ordinului său.

Formularul de confirmare a executării ordinelor cuprinde, după caz, **informațiile** enumerate mai jos:a) datele de identificare a S.S.I.F. care face raportarea; b) denumirea clientului sau orice informații asemănătoare cu privire la acesta; c) data tranzacției; d) momentul tranzacției; e) tipul ordinului; f) identificarea locului de tranzacționare; g) identificarea instrumentului; h) indicatorul cumpărare/vânzare; i) natura ordinului, dacă este alta decât cumpărare/vânzare; j) cantitatea; k) prețul unitar; l) prețul total; m) suma totală a comisioanelor și a cheltuielilor facturate și, la cererea clientului de retail, o prezentare defalcată; n) responsabilitățile clientului în ceea ce privește decontarea tranzacției, inclusiv data limită pentru plată sau livrare, precum și informațiile corespunzătoare cu privire la cont, în cazul în care aceste informaţii şi responsabilităţi nu au fost notificate anterior clientului; o) în cazul în care contrapartea clientului a fost S.S.I.F. însăşi sau orice persoană din grupul S.S.I.F. ori un alt client al S.S.I.F., menţionarea acestui fapt, cu excepţia situaţiei când ordinul a fost executat printr-un sistem de tranzacţionare care facilitează tranzacţionarea anonimă.

În cazul în care efectuează tranzacţii referitoare la administrarea portofoliului clienţilor de retail sau operează conturi ale clienţilor de retail care includ o poziţie deschisă neacoperită în cadrul unei tranzacţii cu angajamente condiţionate, trebuie să raporteze clienţilor de retail orice pierderi care depăşesc un prag predeterminat, stabilit între S.S.I.F. şi client, nu mai târziu de sfârşitul zilei lucrătoare în care pragul este depăşit sau, în cazul în care pragul este depăşit într-o zi nelucrătoare, la sfârşitul următoarei zile lucrătoare. Potrivit art. 124 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, prin tranzacţie cu angajament condiţionat se înţelege o tranzacţie cu instrumente financiare care implică pentru client orice obligaţie efectivă sau potenţială care ar depăşi costul de achiziţie a instrumentului.

Firma de investiţii care deţine instrumentele financiare ale clientului sau fondurile clienţilor trebuie să transmită fiecărui client, cel puţin o dată pe an, pe un suport durabil, formularul de raportare privind activele clientului cu privire la instrumentele financiare sau fondurile aparţinând clientului, dacă astfel de informaţii nu au fost furnizate prin intermediul altei raportări periodice.

4.2. Obligaţia de verificare a identităţii clientului

Conform art. 111 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, anterior deschiderii unui cont pe numele unei persoane fizice, S.S.I.F. va verifica identitatea acesteia. Această verificare se realizează prin prezentarea de către viitorul client al unui document de identitate care să conţină o fotografie a persoanei respective.

Anterior deschiderii unui cont pe numele unei persoane juridice, S.S.I.F. va verifica valabilitatea mandatului conferit reprezentanţilor persoanei juridice. Nu este necesară forma autentică a mandatului de reprezentare, fiind suficientă prezentarea datelor de identificare ale persoanei juridice. Din cuprinsul mandatului trebuie să reiasă voinţa juridică neechivocă a mandantului persoană juridică în sensul încheierii unui contract de brokeraj cu respectiva firmă de investiţii. Apreciem că este necesar ca mandatul să aibă un caracter special, nefiind suficientă o procură generală de reprezentare. Firma de investiţii va verifica şi identitatea mandatarului persoană fizică care semnează contractul de brokeraj şi cererea de deschidere de cont în numele persoanei juridice

Contul de instrumente financiare deschis de către firma de investiţii trebuie să conţină datele de identificare a persoanei în numele căreia este deschis şi, după caz, ale împuterniciţilor/reprezentanţilor acesteia.

4.3. Obligaţia generală a firmei de investiţii de executare a mandatului

Având în vedere că un contract de servicii de investiţii financiare are drept clauze principale cele ce vizează efectuarea de tranzacţii de către intermediarul autorizat în contul clientului, vom analiza îndeosebi efectele produse de această natură juridică a contractului de brokeraj, cele derivând din natura de contract de împrumut, de închiriere sau de schimb neprezentând relevanță deosebită din punctul de vedere al legislației pieței de capital.

Obligația generală a firmei de investiții-comisionar de a executa mandatul încredințat este conturată de o multitudine de norme legale care impun o anumită conduită și anumite acțiuni și inacțiuni ale firmei de investiții, în executarea mandatului încredințat de către client.

Dintre aceste acțiuni sau inacțiuni descrise în normele legale un loc deosebit de important îl ocupă cele referitoare la **evitarea conflictelor de interese.**

Mandatul poate fi executat de către firma de investiții și prin încheierea de acte juridice, tranzacții bursiere, cu sine însuși, pentru legalitatea acestor operațiuni existând și un temei de drept comun, aplicabil tuturor contractelor ce au natura juridică a contractului de comision, respectiv art. 2050 alin. (1) NCC care prevăd că, în lipsă de stipulație contrară, când împuternicirea privește vânzarea sau cumpărarea unor titluri de credit circulând în comerț sau a altor mărfuri cotate pe piețe reglementate, comisionarul poate să procure comitentului la prețul cerut, ca vânzător, bunurile pe care era împuternicit să le cumpere sau să rețină pentru sine la prețul curent, în calitate de cumpărător, bunurile pe care trebuia să le vândă în contul comitentului". Există însă o limitare imperativă în acest sens, în situația **administrării unui cont discreționar, contrapartea în tranzacții nu poate fi contul propriu**, contul persoanelor relevante sau un alt cont client al S.S.I.F., **decât dacă se asigură un preț mai bun decât cel oferit de piață.**

Potrivit art. 141 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, firma de investiții autorizată să execute ordine în numele clienților trebuie să implementeze reguli și proceduri care să urmărească executarea promptă, corectă și expeditivă a ordinelor clienților față de alte ordine ale clienților sau față de ordinele proprii ale S.S.I.F. Aceste reguli și proceduri vor permite executarea ordinelor comparabile ale clienților în concordanță cu momentul primirii acestora de către S.S.I.F.

Înainte de a tranzacționa un anumit instrument financiar în contul propriu sau în contul persoanelor relevante, **S.S.I.F. trebuie să execute mai întâi ordinele primite de la clienți** pentru acel instrument financiar, care pot fi executate în condițiile pieței.

În situația executării ordinelor clienților, firma de investiții trebuie să îndeplinească următoarele condiții:

a) să se asigure că ordinele executate în numele clienților sunt înregistrate și alocate prompt și corect;

b) să execute ordinele clienților, care sunt comparabile, în mod succesiv și prompt cu excepția situației în care caracteristicile ordinelor sau condițiile predominante din piață fac acest lucru nerealizabil sau în situația în care interesele clienților o cer altfel;

c) să informeze clientul de retail, imediat ce a luat cunoștință, cu privire la orice situație importantă care ar putea afecta executarea promptă a ordinelor.

Firma de investiții responsabilă pentru supravegherea sau decontarea unui ordin executat trebuie să ia toate măsurile necesare pentru a asigura faptul că orice instrumente financiare sau fonduri ale clientului primite în vederea decontării ordinului executat sunt corect și prompt transferate în contul clientului corespunzător.

Firmei de investiţii îi este interzis să abuzeze de informaţiile referitoare la ordinele în aşteptare ale clienţilor şi va lua toate măsurile necesare pentru a preveni folosirea abuzivă a acestor informaţii de către orice persoană relevantă a S.S.I.F.

Conform art. 143 alin. (1) din Regulamentul nr. 32/2006, o S.S.I.F. poate să execute un ordin al clientului sau o tranzacţie în nume propriu împreună cu ordinul altui client, numai dacă sunt îndeplinite următoarele condiţii:

a) trebuie să fie puţin probabil ca agregarea ordinelor şi tranzacţiilor să fie în dezavantajul oricăruia din clienţii ale căror ordine vor fi agregate;

b) fiecare client al cărui ordin urmează să fie agregat trebuie să fie informat că efectul agregării poate fi în dezavantajul său în ceea ce priveşte respectivul ordin;

c) trebuie să fie stabilită şi implementată efectiv o politică de alocare a ordinelor, prevăzând termeni suficient de precişi pentru alocarea corectă a ordinelor şi tranzacţiilor agregate, inclusiv modul în care volumul şi preţul ordinelor vor determina alocarea şi tratamentul executării parţiale.

O firmă de investiţii care a **agregat un ordin cu unul sau mai multe ordine ale altui client** şi ordinul agregat este parţial executat trebuie să aloce tranzacţiile menţionate în conformitate cu politica sa de alocare a ordinelor. O firmă de investiţii care a agregat tranzacţii în nume propriu cu unul sau mai multe ordine ale clienţilor nu va aloca tranzacţiile menţionate în detrimentul unui client. S.S.I.F. care a agregat un ordin al clientului cu o tranzacţie în nume propriu şi ordinul agregat este parţial executat va aloca tranzacţiile menţionate cu prioritate clientului faţă de S.S.I.F.

4.4. Obligaţia de a executa ordinele în condiţiile cele mai favorabile pentru client

Directiva MiFID conţine în cadrul art. 21 elementele esenţiale care conturează obligaţia firmelor de investiţii de a executa ordinele clienţilor în cele mai avantajoase condiţii pentru aceştia. Potrivit normelor Uniunii Europene, statele membre sunt ţinute să solicite întreprinderilor de investiţii **să ia toate măsurile rezonabile** pentru a obţine, la executarea ordinelor, **cel mai bun rezultat posibil pentru clienţii lor** ţinând seama de preţul, costurile, rapiditatea, probabilitatea de executare şi de soluţionare, mărimea, natura ordinului sau de orice alte considerente privind executarea ordinului. Cu toate acestea, de fiecare dată când există o instrucţiune specifică furnizată de clienţi, întreprinderea de investiţii execută ordinul respectând această instrucţiune. Firmele de investiţii trebuie în special să instituie şi să aplice o **politică de executare a ordinelor** care să le permită să obţină, pentru ordinele clienţilor lor, cel mai bun rezultat posibil.

Politica de executare a ordinelor include, în ceea ce priveşte fiecare categorie de instrumente, informaţii privind diferitele sisteme în care întreprinderea de investiţii execută ordinele clienţilor lor şi factorii care influenţează alegerea sistemului de executare. Aceasta include cel puţin sistemele care permit întreprinderii de investiţii să obţină, în majoritatea cazurilor, cel mai bun rezultat posibil pentru executarea ordinelor clienţilor.

Firmele de investiţii sunt obligate să furnizeze clienţilor lor informaţii adecvate privind politica lor de executare a ordinelor. S.S.I.F. trebuie **să obţină consimţământul prealabil al clienţilor lor privind politica de executare.**

În cazul în care politica de executare a ordinelor prevede posibilitatea executării ordinelor clienţilor în afara unei pieţe reglementate sau a unui sistem alternativ de tranzacţionare, firma de investiţii trebuie să îşi informeze în special clienţii sau clienţii potenţiali în legătură cu această posibilitate. Firmele de investiţii trebuie să obţină consimţământul prealabil expres al clienţilor lor înainte de a începe executarea ordinelor lor în afara unei pieţe reglementate sau a unui sistem alternativ de tranzacţionare. Întreprinderile de investiţii pot obţine acest consimţământ fie sub forma unui acord general, fie sub forma unui mandat special, limitat la anumite tranzacţii.

Firmele de investiţii trebuie să **supravegheze eficienţa dispoziţiilor lor în materie de executare a ordinelor** şi a politicii lor în acest domeniu pentru a identifica lacunele şi a le remedia, după caz. În special, întreprinderile de investiţii examinează în mod regulat dacă sistemele de executare prevăzute de politica lor de executare a ordinelor permit obţinerea celui mai bun rezultat posibil pentru client sau dacă trebuie să opereze modificări ale dispoziţiilor lor în materie de executare. Întreprinderile de investiţii trebuie să semnaleze clienţilor orice modificare importantă a dispoziţiilor lor în materie de executare a ordinelor sau a politicii lor în acest domeniu.

Firmele de investiţii trebuie să poată demonstra clienţilor lor, la cererea acestora, că le-au executat ordinele în conformitate cu politica de executare a întreprinderii.

Potrivit art. 136 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, firma de investiţii poate presta servicii de investiţii financiare principale sau conexe în numele unui client prin intermediul unei alte S.S.I.F. în situaţia în care, în acest mod, se realizează o tranzacţie mai avantajoasă pentru client şi/sau nu creşte nivelul comisioanelor şi al celorlalte cheltuieli suportate de client. S.S.I.F. care mijloceşte transmiterea instrucţiunilor clientului este responsabilă pentru caracterul complet şi acurateţea informaţiilor transmise. S.S.I.F. care primeşte instrucţiunile clientului sau ordinele prin intermediul unei alte S.S.I.F. este responsabilă pentru executarea serviciului sau a tranzacţiei, bazată pe orice informaţie sau recomandare formulată.

Politica de executare a ordinelor va fi revizuită ori de câte ori apare o modificare importantă care afectează abilitatea firmei de investiţii de a continua să obţină cel mai bun rezultat posibil pentru executarea ordinelor clienţilor săi în mod consecvent, folosind locurile de tranzacţionare stabilite în politica de executare a ordinelor.

Firma de investiţii **va oferi clienţilor de retail**, conform art. 138 alin. (3) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, în timp util şi înainte de furnizarea serviciilor, **următoarele informaţii în legătură cu politica proprie de executare a ordinelor**:

a) o descriere cu privire la importanţa pe care S.S.I.F. o atribuie preţului, costurilor, vitezei şi probabilităţii executării şi decontării, volumului, naturii tranzacţiei sau oricărei alte caracteristici relevante pentru executarea ordinului;

b) o listă a locurilor de tranzacţionare cărora S.S.I.F. le acordă o încredere semnificativă în vederea îndeplinirii obligaţiei sale de a lua măsurile necesare pentru obţinerea celui mai bun rezultat posibil în mod consecvent pentru executarea ordinelor clienţilor săi;

c) o avertizare clară şi evidenţiată în mod distinct cu privire la faptul că orice instrucţiuni specifice ale unui client pot împiedica S.S.I.F. să respecte criteriile stabilite şi implementate în politica sa de executare a ordinelor de a obţine cel mai bun rezultat posibil pentru executarea acelor ordine referitoare la elementele acoperite de aceste instrucţiuni.

S.S.I.F. care execută ordinele clienţilor trebuie să ia în considerare, pentru a determina importanţa factorilor sus-menţionaţi care influenţează executarea ordinelor, următoarele **criterii:**

a) caracteristicile clientului incluzând clasificarea clientului în categoria clienţilor de retail sau a clienţilor profesionali;

b) caracteristicile ordinului clientului;

c) caracteristicile instrumentelor financiare care sunt obiectul acestui ordin;

d) caracteristicile locurilor de tranzacţionare către care acel ordin poate fi direcţionat.

În situaţia în care S.S.I.F. execută un ordin în numele unui client de retail, conform art. 139 alin. (4) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, **cel mai bun rezultat posibil** va fi **determinat pe baza preţului total**, reprezentând preţul instrumentului financiar şi costurile legate de executare, care trebuie să includă toate cheltuielile care incumbă clientului şi care sunt direct legate de executarea ordinului, incluzând tarifele pentru locul de executare a ordinului, pentru compensare şi decontare şi orice alte tarife plătite părţilor terţe implicate în executarea ordinului.

În situaţia în care, pentru executarea unui ordin cu un instrument financiar, există mai multe locuri de tranzacţionare concurente, respectivul instrument financiar în discuţie este tranzacţionat pe mai multe pieţe sau sisteme alternative de tranzacţionare, în scopul asigurării celui mai bun rezultat pentru client, pentru a evalua şi a compara rezultatele care ar fi obţinute prin executarea ordinului în fiecare din locurile de tranzacţionare cuprinse în politica de executare a ordinelor, S.S.I.F. care execută ordinul va lua în considerare comisioanele proprii şi costurile pentru executarea ordinului în cadrul fiecărui loc de tranzacţionare eligibil.

În cazul unui ordin limită al unui client, cu privire la acţiuni admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată care nu poate fi executat imediat în condiţiile curente de piaţă existente, S.S.I.F. trebuie, cu excepţia cazului în care clientul stabileşte altfel în mod expres, să ia măsurile necesare pentru a facilita executarea cât mai curând posibil a acelui ordin, făcând public respectivul ordin limită într-o manieră care să fie uşor accesibilă celorlalţi participanţi la piaţă folosind sistemul pieţei reglementate, sistemul alternativ de tranzacţionare sau orice alt sistem supravegheat, cu asigurarea publicităţii, accesibilităţii şi executării cât mai rapide a ordinului.

Secţiunea a 5-a. Obligaţiile clientului-investitor

Prima obligaţie a clientului este aceea de **a achita comisionul** datorat firmei de investiţii. Acest comision se prelevează de regulă din contul de numerar al clientului respectiv, în ipoteza în care există disponibil.

Clientul este obligat **să achite toate cheltuielile** efectuate de firma de investiţii-comisionar pentru executarea mandatului, respectiv a tranzacţiilor în contul său. În cadrul acestor cheltuieli intră toate taxele şi comisioanele datorate entităţilor pieţei, C.N.V.M., operator de piaţă, depozitar, calculate pe fiecare tranzacţie sau operaţiune (spre exemplu, taxa datorată depozitarului pentru eliberarea extraselor de cont) în parte.

Clientul este ținut să **furnizeze firmei de investiții toate informațiile prevăzute de dispozițiile legale** în vigoare, cum ar fi, spre exemplu:

- cele privind prevenirea spălării banilor;
- cele privind transparența pieței de capital, incluzându-se dobândirea calității de acționar semnificativ și deținerea calității de persoană inițiată[1].

Obligații specifice ale clientului intervin în cazul în care există un **contract de împrumut** între client, în calitate de debitor și firma de investiții, în calitate de creditor, având drept obiect fonduri sau instrumente financiare. Aceste contracte de împrumut intervin în cazul tranzacționării în marjă. În această ipoteză se va încheia un contract special pentru tranzacții în marjă între client și firma de investiții.

Secțiunea a 6-a. Clauzele obligatorii ale contractului de servicii de investiții financiare

Potrivit art. 112 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, o firmă de investiții „va presta servicii de investiții financiare în numele (n.n. în opinia noastră serviciile principale, încheierea tranzacțiilor bursiere, vor fi executate numai în contul clienţilor şi nu în numele acestora) şi pe contul clienţilor numai în baza unui **contract în formă scrisă**, pe suport de hârtie sau pe alt suport durabil, care va conţine drepturile şi obligaţiile S.S.I.F. şi ale clientului şi se va referi la cel puţin următoarele:

---

[1] Potrivit art. 150 raportat la art. 148 alin. (1) și (2) și art. 149 alin. (4) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, prin persoană inițiată se înțelege una dintre următoarele persoane:

a) soțul/soția persoanei exercitând funcții de conducere în cadrul emitentului sau orice alt partener al acestei persoane asimilat soțului/soției;

b) copilul aflat în îngrijirea persoanei exercitând funcții de conducere în cadrul emitentului;

c) alte rude ale persoanei exercitând funcții de conducere în cadrul emitentului cu care a locuit cel puțin un an anterior datei respectivei tranzacții;

d) orice persoană juridică aflată în una din următoarele situații: - este condusă de un membru al consiliului de administrație sau al conducerii executive a emitentului filialelor și a societăților controlate de aceasta sau de către una dintre persoanele enumerate la lit. a), b) și c); - este controlată direct sau indirect de un membru al consiliului de administrație sau al conducerii executive a emitentului filialelor și a societăților controlate de aceasta sau de către una dintre persoanele enumerate la lit. a), b) și c); - este înființată pentru beneficiul unui membru al consiliului de administrație sau al conducerii executive a emitentului filialelor și a societăților controlate de aceasta sau al uneia dintre persoanele enumerate la lit. a), b) și c); - are interese economice similare sau echivalente cu cele ale un membru al consiliului de administrație sau al conducerii executive a emitentului filialelor și a societăților controlate de aceasta sau de către una dintre persoanele enumerate la lit. a), b) și c);

e) membrii consiliului de administrație și membrii conducerii executive a societății emitente, a filialelor și a societăților controlate de aceasta;

f) angajații societății emitente, ai filialelor și ai societăților controlate de aceasta, care, prin activitatea desfășurată pot avea acces la astfel de informații (contabili, consilieri juridici, membrii ai secretariatului etc.);

g) acționarii semnificativi ai societăților emitente; membrii consiliilor de administrație și membrii conducerii executive ai acționarilor semnificativi persoane juridice;

h) persoanele care prestează servicii profesionale pentru societatea emitentă, spre exemplu avocați, auditori, consultanți;

i) toate persoanele cunoscute că au obținut informații de la categoriile de mai sus și toate persoanele care acționează concertat cu aceste categorii.

a) serviciile de investiţii financiare ce vor fi prestate şi tipul instrumentelor financiare ce vor fi tranzacţionate;

b) durata contractului, modul în care contractul poate fi reînnoit, modificat şi/sau reziliat;

c) drepturile şi obligaţiile părţilor, precum şi alţi termeni în care societatea va furniza clientului servicii de investiţii financiare; drepturile şi obligaţiile părţilor contractului pot fi inserate prin referire la alte documente sau texte legale;

d) consimţământul expres al clientului pentru înregistrarea şi stocarea de către S.S.I.F. a instrucţiunilor/confirmărilor acestuia transmise telefonic, după caz; în cazul în care clientul nu este de acord cu înregistrarea şi stocarea, ordinele nu vor fi preluate telefonic;

e) declaraţia clientului prin care menţionează că înţelege termenii şi îşi asumă riscul ce decurge din tranzacţiile cu instrumente financiare;

f) orice alte clauze privind prestarea serviciilor de investiţii financiare convenite de părţi;

g) anumite menţiuni prevăzute în documentul de prezentare;

h) în cazul în care instrucţiunile/confirmările clientului sunt transmise prin e-mail, consimţământul expres al acestuia privind transmiterea instrucţiunilor/confirmărilor prin e-mail şi specificaţiile semnăturii electronice;

i) în cazul în care clientul mandatează S.S.I.F. să solicite şi să obţină extrasele de cont aferente tranzacţiilor executate, consimţământul expres al acestuia privind mandatul acordat S.S.I.F. de a solicita şi obţine extrasele de cont aferente tranzacţiilor executate;

j) regimul dobânzii aferente sumelor depuse de clienţi în conturile curente;

k) cursul de schimb valutar şi condiţiile în care clientul poate refuza acest curs;

l) posibilitatea clientului de a revoca unilateral mandatul dat unei S.S.I.F. în baza unui contract de administrare a portofoliului sau de a-şi retrage, parţial sau integral, în orice moment fondurile libere de sarcini, fără ca acest fapt să inducă plata unor despăgubiri; clientul are obligaţia de a acoperi eventualele pierderi rezultate din tranzacţiile efectuate în contul său;

m) semnătura clientului, a persoanei autorizate din partea S.S.I.F. şi ştampila societăţii.

Un **contract de brokeraj încheiat cu o persoană fizică**, care nu acţionează în scopuri care se află în sfera activităţii sale profesionale, nu va putea conţine, conform alin. (1) din Anexa Legii nr. 193/2000, următoarele prevederi, considerate a fi clauze abuzive:

a) obligă clientul-consumator să se supună unor condiţii contractuale despre care nu a avut posibilitatea reală să ia cunoştinţă la data semnării contractului;

b) obligă clientul să îşi îndeplinească obligaţiile contractuale, chiar şi în situaţiile în care comerciantul-firmă de brokeraj nu şi le-a îndeplinit pe ale sale;

c) dau dreptul comerciantului-firmă de brokeraj să prelungească automat un contract încheiat pentru o perioadă determinată, prin acordul tacit al clientuluiconsumator, dacă perioada limită la care acesta putea să îşi exprime opţiunea a fost insuficientă;

d) dau dreptul firmei de brokeraj să modifice unilateral, fără acordul clientului, clauzele privind caracteristicile produselor şi serviciilor care urmează să fie furnizate sau termenul de livrare a unui produs ori termenul de executare a unui serviciu;

e) dau dreptul firmei de brokeraj să constate unilateral conformitatea produselor şi serviciilor furnizate cu prevederile contractuale;

f) dau dreptul exclusiv firmei de brokeraj să interpreteze clauzele contractuale;

g) restrâng sau anulează dreptul clientului să pretindă despăgubiri în cazurile în care firma de brokeraj nu îşi îndeplineşte obligaţiile contractuale;

h) obligă clientul la plata unor sume disproporţionat de mari în cazul neîndeplinirii obligaţiilor contractuale de către acesta, comparativ cu pagubele suferite de firma de brokeraj;

i) restrâng sau interzic dreptul clientului de a rezilia contractul, în cazurile în care:

- firma de brokeraj a modificat unilateral clauzele privind caracteristicile serviciilor care urmează să fie furnizate sau termenul de executare a unui serviciu;
- firma de brokeraj nu şi-a îndeplinit obligaţiile contractuale;

j) exclud sau limitează răspunderea legală a firmei de brokeraj în cazul vătămării sau decesului clientului, ca rezultat al unei acţiuni sau omisiuni a firmei de brokeraj privind utilizarea produselor şi serviciilor;

k) exclud dreptul clientului de a întreprinde o acţiune legală sau de a exercita un alt remediu legal, solicitându-i în acelaşi timp rezolvarea disputelor în special prin arbitraj;

l) permit în mod nejustificat impunerea unor restricţii în administrarea probelor evidente de care dispune clientul sau solicitarea unor probe care, potrivit legii, fac obiectul unei alte părţi din contract;

m) dau dreptul firmei de brokeraj să transfere obligaţiile contractuale unei terţe persoane – agent, mandatar etc.–, fără acordul clientului, dacă acest transfer serveşte la reducerea garanţiilor sau a altor răspunderi faţă de client;

n) interzic clientului să compenseze o datorie către firma de brokeraj cu o creanţă pe care el ar avea-o asupra firmei de brokeraj;

o) permit firmei de brokeraj obţinerea unor sume de bani de la client, în cazul neexecutării sau finalizării contractului de către acesta din urmă, fără a prevedea existenţa compensaţiilor în sumă echivalentă şi pentru client, în cazul neexecutării contractului de către firma de brokeraj;

p) dau dreptul firmei de brokeraj să anuleze contractul în mod unilateral, fără să prevadă acelaşi drept şi pentru client;

Contractul care conţine clauza privind mandatarea firmei de investiţii pentru obţinerea extraselor de cont trebuie să fie încheiat în formă autentică sau să poarte atestare avocaţială ori legalizare emisă de secretarul primăriilor unde nu există cabinete notariale.

Contractul de brokeraj va fi însoţit de **cererea de deschidere de cont** pentru fiecare client şi va cuprinde cel puţin următoarele:

a) datele de identificare a clientului persoană fizică sau juridică, după caz;

b) informaţii privind profilul clientului care se vor referi la: încadrarea sau nu, în categoria clienţilor profesionali, pregătirea profesională, estimarea valorii investiţiei, nivelul riscului pe care doreşte să şi-l asume (ridicat, mediu, scăzut) şi informaţiile privind cunoştinţele şi experienţa acestuia pe piaţa de capital;

c) deţinerile de valori mobiliare mai mari sau egale cu 5%, valoarea tranzacţiilor cu instrumente financiare şi deţinerile de poziţii deschise prin intermediul altui intermediar, dacă este cazul;

d) numele şi funcţia salariatului/agentului cu care clientul va ţine legătura;

e) semnătura clientului, a persoanei autorizate din partea S.S.I.F. şi ştampila societăţii;

f) împuternicirea pentru persoana care transmite ordine dacă aceasta nu este reprezentantul legal al clientului persoană juridică, după caz;

g) anexa: copia documentului de identitate sau a certificatului de înregistrare la Oficiul Registrului Comerţului sau la instituţia similară din statul de origine, după caz.

Potrivit art. 114 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, pentru a dobândi autoritate discreţionară asupra portofoliului de instrumente financiare al unui client S.S.I.F. are obligaţia de a obţine acordul scris şi declaraţia acestuia cu privire la faptul că acesta înţelege asumarea riscului ce decurge din administrarea discreţionară a contului său. În cazul în care prestează servicii de administrare a portofoliului, S.S.I.F. va stabili o metodă adecvată de evaluare şi comparaţie, cum ar fi un standard de evaluare, bazată pe obiectivele investiţionale ale clientului şi pe tipurile de instrumente financiare incluse în portofoliul clientului, pentru a permite respectivului client să evalueze performanţa respectivei societăţi.

Secţiunea a 7-a. Contractul pentru tranzacţii în marjă

Potrivit art. 190 alin. (2) lit. d) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, **tranzacţiile în marjă** sunt tranzacţiile efectuate de S.S.I.F. în numele clientului său fie cu valori mobiliare - în baza unui credit acordat acestuia pentru cumpărarea unor valori mobiliare sau în baza unui împrumut de valori mobiliare acordat în scopul efectuării unor vânzări în lipsă, fie cu instrumente financiare derivate.

La deschiderea unui cont de marjă, este obligatorie semnarea unui **contract pentru tranzacţii în marjă, care să conţină cel puţin următoarele prevederi,** enumerate de dispoziţiile art. 195 din Regulamentul nr. 32/2006:

a) părţile contractante;

b) obiectul contractului;

c) marja iniţială şi nivelul minim al marjei ce trebuie menţinut în perioada de derulare a contractului;

d) clauze referitoare la responsabilităţile clientului pentru plata sumei împrumutate şi dobânzilor aferente creditului obţinut de la S.S.I.F., inclusiv suma, perioada creditului, dobânda, plata în avans şi perioada de rambursare pentru creditul folosit de client, principiile care vor fi aplicate în cazul neplăţii la termen;

e) clauze referitoare la împrumutarea de valori mobiliare achiziţionate prin cumpărări în marjă în numele clientului altor persoane fizice sau juridice sau la folosirea valorilor mobiliare achiziționate prin tranzacții în marjă în numele clientului ca garanție în schimbul creditului obținut de client;

f) clauze privind situația în care marja scade sub valoarea minimă prevăzută în contract, respectiv perioada în care clientul are obligația să răspundă apelului în marjă și, dacă e cazul, transformarea valorilor mobiliare constituite ca garanție în numerar, în scopul acoperirii diferenței;

g) clauze privind exercitarea drepturilor cu privire la valorile mobiliare ce fac obiectul cumpărărilor în marjă și al vânzărilor în lipsă (dividende, dobânzi, acțiuni gratuite, splitări etc.);

h) clauze referitoare la retragerea de numerar din contul în marjă;

i) clauze privind tarifele și comisioanele ce vor fi plătite de către client, precum și stabilirea condițiilor plății;

j) clauze privind modul de încetare a contractului.

Conform art. 196 alin. (1) din Regulamentul nr. 32/2006, la deschiderea contului de marjă, clientul este obligat să depună **o garanție reprezentând echivalentul a cel puțin 50% din valoarea de piață a valorilor mobiliare ce urmează a fi achiziționate** prin tranzacții în marjă, sub formă de numerar sau de valori mobiliare. S.S.I.F. poate solicita clienților constituirea marjei inițiale într-un procent mai mare de 50%. Pe parcursul derulării cumpărărilor în marjă cu valori mobiliare, în contul în marjă al clientului trebuie păstrate valori mobiliare sau bani reprezentând cel puțin 25% din valoarea curentă de piață a valorilor mobiliare cumpărate în baza creditului acordat sau împrumutate pentru decontarea vânzărilor în lipsă și a dobânzilor și comisioanelor aferente.

Potrivit art. 190 alin. (2) lit. c) din Regulamentul nr. 32/2006, **apelul în marjă** este cererea cu titlu de obligativitate pentru încadrarea în limitele impuse prin contract în cazul contului de marjă.

Dacă valoarea marjei se situează sub limita minimă prevăzută, datorită schimbărilor valorii curente de piață a valorilor mobiliare, **S.S.I.F. va emite un apel în marjă și va informa clientul asupra datei la care s-a constatat deficitul în marjă**, solicitând prin acesta ca deficitul să fie acoperit. Dacă clientul nu răspunde apelului în marjă și deficitul nu a fost eliminat în perioada stabilită în contract, care nu va depăși două zile lucrătoare, S.S.I.F. este autorizată să vândă valorile mobiliare, după caz, titlurile de stat cu scadență mai mică de 12 luni până la acoperirea deficitului.

Apelul în marjă nu poate fi acoperit cu valori mobiliare sau numerar din alte conturi ale clientului deschise la S.S.I.F. decât în baza unei instrucțiuni scrise a clientului.

Secțiunea a 8-a. Contractul de servicii de investiții financiare la distanță

Conform art. 28 alin. (3) din Legea nr. 297/2004, prin *contract la distanță* se înțelege orice contract, referitor la servicii de investiții financiare, încheiat între un intermediar, în calitate de ofertant, și un investitor, în calitate de beneficiar de servicii de investiții financiare, în cadrul unui sistem de vânzări sau prestări de servicii de investiții financiare la distanță, organizat de către ofertant, care, pentru derularea contractului, foloseşte exclusiv unul sau mai multe mijloace de comunicare la distanţă, începând cu momentul încheierii contractului, până la expirarea acestuia.

De asemenea, potrivit dispoziţiilor art. 28 alin. (6) din acelaşi act normativ, prin mijloace de comunicare la distanţă se înţelege orice mijloc care, fără a necesita prezenţa fizică simultană a ofertantului şi a beneficiarului de servicii de investiţii financiare, poate fi utilizat pentru realizarea acordului de voinţă între părţi şi a obiectului contractului.

Dreptul comun în materia încheierii contractelor la distanţă este O.G. nr. 85/2004 privind protecţia consumatorilor la încheierea şi executarea contractelor la distanţă privind serviciile financiare[1], care reglementează condiţiile de informare a consumatorilor în vederea încheierii şi executării contractelor la distanţă privind serviciile financiare dintre furnizorii de servicii financiare şi consumatori.

8.1. Conţinutul şi clauzele minime ale contractelor la distanţă încheiate de S.S.I.F. cu investitorii

Potrivit art. 167 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006 pentru validitatea încheierii unui contract la distanţă, S.S.I.F. trebuie să solicite şi să obţină, în prealabil, **consimţământul scris** al investitorului pentru încheierea unui astfel de contract, care poate fi obţinut prin semnătura investitorului pe un document tipizat, transmis prin una din următoarele modalităţi: a) direct la sediul S.S.I.F.; b) prin poştă, cu confirmare de primire; c) prin telex; d) prin orice alt mijloc de comunicare recunoscut de lege, ce permite identificarea expeditorului.

Înainte de încheierea unui contract la distanţă sau la momentul prezentării propunerii de încheiere a unui contract la distanţă, S.S.I.F. are obligaţia de **a informa investitorii** în timp util, corect şi complet asupra a cel puţin următoarelor elemente:

a) date privind posibilitatea identificării S.S.I.F. care vor cuprinde:

b) informaţii privind serviciile de investiţii financiare ce urmează să le presteze sau intenţionează să le presteze;

c) informaţii cu privire la contractul la distanţă ce urmează a fi încheiat:

Informaţiile sus-menţionate. al căror scop comercial trebuie precizat fără echivoc, conform art. 169 din Regulamentul nr. 32/2006, **vor fi comunicate în mod clar, uşor de înţeles de către investitor**, prin mijloacele de comunicare la distanţă utilizate, ţinând cont, în primul rând, de regulile de conduită şi de bună practică comercială, precum şi de principiile care guvernează protecţia persoanelor lipsite de capacitatea de exerciţiu cum ar fi minorii.

Firma de investiţii care prestează servicii de investiţii financiare în baza unui contract la distanţă poate utiliza cel puţin următoarele **mijloace de comunicare la distanţă**: a) telefon; b) fax; c) internet; d) sistemul automatizat de apel fără intervenţie umană.

Utilizarea mijloacelor de comunicare la distanţă necesită acordul prealabil expres al investitorului şi nu este permisă în cazul în care investitorul şi-a manifestat dezacordul cu privire la utilizarea acestora (nu este permisă dacă există un refuz manifestat de investitor).

---

[1] Republicată în M.Of. nr. 365 din 13 mai 2008.

În cazul în care mijlocul de comunicare la distanţă este **telefonul sau orice alt mijloc ce implică vorbirea directă**, la începutul convorbirii cu investitorul, S.S.I.F. are obligaţia de a informa, în mod complet, corect şi precis cu privire la:

a) denumirea şi datele de identificare a S.S.I.F.;

b) scopul apelului telefonic iniţiat de S.S.I.F.

Convorbirea telefonică cu investitorul **poate continua numai cu acordul explicit** al acestuia, caz în care se va prezenta identitatea persoanei care a contactat investitorul din partea S.S.I.F. şi în ce calitate reprezintă S.S.I.F., precum şi informaţiile serviciile de investiţii financiare ce urmează a fi prestate, precum şi cu privire la dreptul investitorului de denunţare unilaterală a contractului la distanţă.

Informaţiile referitoare la obligaţiile contractuale vor fi comunicate investitorului în faza precontractuală. Aceste informaţii trebuie să fie în conformitate cu obligaţiile contractuale rezultate din dispoziţiile legale aplicabile contractului la distanţă, în cazul încheierii lui.

Potrivit art. 172 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, sub sancţiunea nulităţii contractului, S.S.I.F. va comunica investitorilor în totalitate termenii şi condiţiile contractuale, precum şi informaţiile privind respectiva firmă de investiţii, în scris, pe suport de hârtie sau pe orice suport durabil disponibil sau accesibil investitorului, în timp util, înainte ca acesta să aibă obligaţii rezultate prin semnarea unui contract la distanţă sau acceptării unei oferte de prestare a unui serviciu de investiţii financiare la distanţă.

În cazul în care contractul a fost încheiat, la cererea expresă a investitorului, prin utilizarea unor mijloace de comunicare la distanţă care nu permit îndeplinirea procedurii prealabile de informare, S.S.I.F. îşi va îndeplini obligaţiile ce îi revin imediat după încheierea contractului la distanţă.

Contractul de intermediere la distanţă trebuie să conţină următoarele **clauze minime**:

a) existenţa dreptului de denunţare unilaterală a contractului conform art. 28 alin. (7) şi (8) din Legea nr. 297/2004, precum şi informaţii cu privire la suma pe care investitorul va trebui să o plătească pentru serviciile de investiţii financiare prestate anterior exercitării acestui drept, precum şi consecinţele ce decurg din neexercitarea acestui drept;

b) durata minimă pentru care se încheie contractul la distanţă, în cazul prestării unor servicii de investiţii financiare cu caracter permanent sau temporar;

c) drepturile pe care le pot avea părţile de a rezilia contractul înainte de termen sau unilateral în virtutea clauzelor contractului la distanţă inclusiv penalităţile prevăzute de contract în asemenea cazuri;

d) indicarea modalităţilor practice de exercitare a dreptului de denunţare unilaterală a contractului înainte de termen, precum şi indicarea adresei la care poate fi expediată notificarea de denunţare unilaterală a contractului;

e) normele legale din România, din statul membru sau nemembru avute în vedere de către S.S.I.F. ca temei juridic al raportului contractual cu investitorul, precizate acestuia înaintea încheierii contractului la distanţă;

f) orice clauză contractuală privind legislaţia aplicabilă contractului la distanţă şi/sau instanţa competentă în soluţionarea eventualelor litigii între părţi;

g) limba sau limbile în care sunt formulaţi termenii şi condiţiile contractuale, informaţiile prealabile ce trebuie să fie furnizate de S.S.I.F. investitorilor, precum şi limba ori limbile în care S.S.I.F. a convenit, de comun acord cu investitorul, să comunice pe durata derulării contractului la distanţă.

Pe toată durata derulării contractului la distanţă, investitorul are **dreptul să solicite comunicarea condiţiilor şi prevederilor contractuale pe suport de hârtie.** Investitorul este, de asemenea, îndreptăţit să solicite schimbarea modului de comunicare la distanţă folosit dacă acest lucru nu este incompatibil cu termenii contractului încheiat sau cu natura serviciului furnizat.

Conform art. 175 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, **este interzisă prestarea de servicii de investiţii financiare fără asumarea de către investitor a obligaţiei de efectuare a unei plăţi imediate sau la termen,** atunci când prestarea serviciilor de investiţii financiare presupune efectuarea unei asemenea plăţi. Investitorul este exonerat de orice obligaţie de plată în cazul prestării de către S.S.I.F. a unui serviciu de investiţii financiare nesolicitat, lipsa răspunsului investitorului neavând valoare de consimţământ tacit.

Potrivit art. 176 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, contractele pentru furnizarea de servicii de investiţii financiare la distanţă nu pot conţine, chiar cu acordul expres al investitorului, clauze de renunţare la drepturile prevăzute de prezentul regulament.

8.2. Exercitarea dreptului de reziliere unilaterală a contractului la distanţă

Potrivit dispoziţiilor art. 28 alin. (7) din Legea nr. 297/2004, investitorul va avea o perioadă de 14 zile, de la încheierea contractului, pentru a rezilia unilateral contractul încheiat la distanţă, fără a-i fi percepute acestuia comisioane penalizatoare sau fără a-şi motiva decizia de retragere. În cazul în care investitorul reziliază unilateral contractul, el va putea fi obligat să plătească serviciile prestate în concordanţă cu clauzele contractului. Derularea contractului se va realiza numai după ce investitorul şi-a exprimat acordul.

Acest drept de a rezilia unilateral un astfel de contract nu operează, conform art. 28 alin. (8) din lege, în cazul serviciilor de investiţii financiare al căror preţ depinde de fluctuaţiile de pe pieţele financiare care pot apărea în timpul perioadei de retragere din contract şi sunt independente de prestatorii de servicii de investiţii financiare, fiind legate de:

a) operaţiuni de schimb valutar;

b) instrumente ale pieţei monetare, inclusiv titluri de stat cu scadenţa mai mică de un an şi certificate de depozit;

c) valori mobiliare;

d) titluri de participare la organismele de plasament colectiv;

e) contracte *futures* financiare, inclusiv contracte similare cu decontare finală în fonduri;

f) contracte *forward* pe rata dobânzii (FRA);

g) *swap-uri* pe rata dobânzii, curs de schimb şi acţiuni;

h) opţiuni pe orice instrument financiar prevăzut la lit. b)-e), inclusiv contracte similare cu decontare finală în fonduri; această categorie include şi opţiuni pe curs de schimb şi pe rata dobânzii.

Termenul prevăzut la art. 28 alin. (7), în care un investitor are dreptul să rezilieze unilateral contractul la distanţă încheiat cu un S.S.I.F. **începe să curgă:**

a) din ziua încheierii contractului la distanţă, dacă investitorul a primit informaţiile obligatorii din punct de vedere legal sau

b) din ziua în care investitorul primeşte termenii, condiţiile contractuale şi informaţiile obligatorii din punct de vedere legal, prevăzute de art. 172 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006.

În cazul exercitării dreptului de reziliere unilaterală a contractului la distanţă, în baza informaţiilor primite de la S.S.I.F., investitorul va notifica S.S.I.F., înainte de expirarea termenului de 14 zile, prin orice mijloc care poate fi probat. Termenul va fi considerat respectat dacă notificarea formulată pe suport de hârtie sau alt suport durabil, disponibil şi accesibil S.S.I.F., este expediată înaintea expirării termenului în care acest drept poate fi exercitat.

În cazul în care investitorul îşi exercită dreptul său de denunţare unilaterală conform art. 28 alin. (7) din Legea nr. 297/2004, dacă unui contract la distanţă pentru un serviciu de investiţii financiare încheiat la un anumit moment i se anexează un alt contract la distanţă pentru servicii oferite de S.S.I.F. sau de un terţ pe baza unui contract între terţ şi furnizor, acest contract la distanţă se va anula de drept fără plata unor penalităţi sau costuri suplimentare.

În cazul în care, cu ocazia rezilierii unilaterale a contractului la distanţă, investitorul va fi obligat să plătească serviciile deja prestate în concordanţă cu clauzele contractului, suma solicitată a fi plătită:

a) nu va putea depăşi o sumă stabilită proporţional cu perioada în care serviciul de investiţii financiare a fost furnizat raportată la durata totală a contractului;

b) nu va putea fi prevăzută ca plată ce ar putea reprezenta achitarea sub orice formă a unei penalităţi.

Intermediarul. nu poate solicita investitorului să plătească serviciile prestate în concordanţă cu clauzele contractului, fără a face dovada că acesta **a fost informat în timp util** în ceea ce priveşte obligativitatea plăţii acestora. Investitorul nu poate fi obligat să efectueze plata dacă executarea contractului a început înaintea expirării perioadei de retragere, fără existenţa unei cereri prealabile sau a unui acord expres din partea sa.

Potrivit art. 174 alin. (6) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, în termen de maximum 30 de zile de la data primirii notificării privind denunţarea unilaterală a contractului la distanţă, S.S.I.F. **este obligată să ramburseze orice sume primite în baza contractului la distanţă**, cu excepţia sumelor privind serviciile deja prestate în baza contractului. Investitorul este obligat să restituie S.S.I.F., în termen de maximum 30 de zile de la transmiterea notificării privind denunţarea unilaterală a contractului la distanţă, orice sumă sau instrumente financiare acordate de S.S.I.F. în exercitarea serviciului de acordare de credite.

Capitolul II. Consimţământul

Consimţământul în materia contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni prezintă aspecte speciale în cazul tranzacţiei bursiere, îndeosebi a acelor acte translative de proprietate încheiate într-un sistem multilateral de tranzacţionare. În situaţia vânzării de acţiuni nelistate sau a celor tranzacţionate pe pieţe de tip OTC sau pe segmente de piaţă de tip *deal*, având loc o negociere propriu-zisă anterior încheierii contractului sau existând posibilitatea unei astfel de negocieri, elementele juridice referitoare la exprimarea consimţământului nu diferă în esenţă de dreptul comun.

Secţiunea 1. Oferta de a contracta. Aspecte cu caracter general

Oferta de a contracta, ca manifestare de voinţă ce prefigurează o situaţie contractuală în devenire[1], are aşadar particularităţi cu totul deosebite în cazul tranzacţiilor bursiere, încheiate în mod obligatoriu prin mijlocirea unor intermediari autorizaţi.

Problema consimţământului în cazul tranzacţiilor bursiere este indisolubil legată de **modalitatea tehnică în care se întâlnesc cererea şi oferta** în cadrul sistemului de tranzacţionare. În cadrul comentariilor la acest articol nu ne vom referi, repetăm, la aspectele juridice legate de ofertele publice, întrucât acestea fac obiectul unei analize separate în prezenta lucrare.

Exprimarea consimţământului în vederea încheierii contractelor de vânzare-cumpărare de instrumente financiare admise într-un sistem multilateral de tranzacţionare se întemeiază pe două situaţii premisă indiscutabile:

- tranzacţiile nu se pot încheia decât prin intermediari autorizaţi;
- vânzătorul şi cumpărătorul nu se cunosc între ei, o parte a tranzacţiei neaflând identitatea celeilalte părţi nici după finalizarea şi decontarea acesteia.

Nu există aşadar, de regulă, în cazul tranzacţiilor bursiere încheiate într-un sistem multilateral de tranzacţionare **nici cel mai palid caracter** ***intuitu personae***, părţile tranzacţiei neavând nicio clipă, în mod conştient, contact una cu cealaltă, chiar dacă sunt clienţii aceleiaşi firme de brokeraj. O excepţie notabilă o reprezintă acele tranzacţii încheiate pe Piaţa Deal, prenegociate, în cadrul cărora calitatea cocontractantului este esenţială pentru exprimarea consimţământului de a contracta. În absenţa acestei calităţi, un anumit investitor, care urmăreşte un anumit obiectiv, nu va încheia actul juridic respectiv. În cazul contractelor de vânzare-cumpărare de acţiuni, scopul vizat în cadrul tranzacţiilor încheiate *intuitu personae* este diminuarea sau chiar desfiinţarea deţinerilor cocontractantului la capitalul social.

De asemenea, tranzacţiile încheiate pe pieţe de tip OTC („*marché gré à gré*"), pieţe de negociere, pot îmbrăca un caracter *intuitu personae.*

Oferta de a contracta în cazul contractelor având drept obiect instrumente financiare admise într-un sistem multilateral de tranzacţionare este **transmisă unor persoane nedeterminate**, în mod obligatoriu pe cale electronică prin sistemul de tranzacţionare respectiv.

---

[1] *J.-L. Aubert*, Notions et role de l'offre et de l'acceptation dans la formation du contract, L.G.D.J., 1970, Paris, p. 14.

Transmiterea ofertei pe alte căi decât cele legale ale sistemului de tranzacționare, nu numai că **nu produce efecte juridice directe** în privința încheierii tranzacției bursiere, dar poate constitui **fapta ilicită (contravenție sau infracțiune, după cum este săvârșită fără sau cu intenție) de transmitere de informații privilegiate** incriminată de art. 245 și 246 din Legea nr. 297/2004 privind piața de capital, întrucât prețul sau volumul la care se referă un ordin de tranzacționare pot reprezenta „o informație de natură precisă care nu a fost făcută publică, care se referă în mod direct sau indirect la unul sau mai mulți emitenți ori la unul sau mai multe instrumente financiare, și care, dacă ar fi transmisă public, ar putea avea un impact semnificativ asupra prețului acelor instrumente financiare."

Oferta de a contracta emană de la investitor și se manifestă sub forma ordinului de bursă care devine ordin de tranzacționare odată introdus în sistemul de tranzacționare, fiind **transmisă în mod obligatoriu de intermediarul autorizat** care a primit ordinul de bursă respectiv. Oferta de a contracta **presupune o acțiune** din partea intermediarului autorizat, și anume introducerea ordinului de bursă în sistemul tehnico-informativ de tranzacționare al operatorului de piață sau de sistem.

Oferta de a contracta emisă de către un investitor se alătură, de regulă, în cazul existenței unei lichidități minime a pieței instrumentului financiar, altor oferte care se referă la același instrument financiar, unele având un preț identic, altele prețuri diferite.

Secțiunea a 2-a. Ordinul de bursă

2.1. Noțiunea, natura juridică și caracterele juridice ale ordinului de bursă

Precizare terminologică. În legislația română există o inconsecvență în privința termenului care definește instrucțiunea dată de client intermediarului autorizat pentru a încheia tranzacții în contul său. Legea cadru a pieței de capital face vorbire fie de „ordine" primite de la investitori, spre exemplu în art. 5 alin. (1) pct. 1 lit. a), fie de „ordine de tranzacționare", în cadrul art. 138 din lege. Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, privind serviciile de investiții financiare menționează termenul de „ordin", definindu-l în cadrul art. 2 alin. (2) lit. s), în timp ce Codul Bursei de Valori București-operator de piață, utilizează pentru aceeași noțiune sintagma „ordin de bursă", în art. 1 alin. (1) pct. 49 din Titlul Preliminar.

Având în vedere că termenul de „ordin" apare a fi incomplet, putându-se naște confuzii cu alte instituții juridice, propunem o unificare a terminologiei prin adoptarea unei sintagme care să descrie cu acuratețe domeniul în care intervine instrucțiunea respectivă. De aceea, vom utiliza sintagma **„ordin de bursă"**, prezentă și în sus-evocatul cod al B.V.B., care ni se pare cea mai lipsită de echivoc.

În același timp, pentru a desemna ordinul introdus în sistemul de tranzacționare de către intermediarul autorizat în contul clientului, ca urmare a primirii de la acesta a ordinului de bursă, considerăm că este adecvată sintagma **„ordin de tranzacționare"**, întrucât descrie cu mai mare acuratețe vocația ordinului emis de investitor de a conduce la încheierea tranzacției bursiere.

2.1.1. Noţiune

Dispoziţiile art. 2 alin. (2) lit. s) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006 definesc ordinul de bursă drept „instrucţiunea de a cumpăra sau vinde un anumit instrument financiar", în timp ce Codul B.V.B. indică faptul că „ordinul de bursă" reprezintă „instrucţiunea care exprimă oferta fermă de cumpărare sau de vânzare a unor instrumente financiare". Tot astfel, reglementarea bursieră prevede că acest termen „se utilizează generic pentru a face referire la ordine, cotaţii informative, cotaţii ferme sau deal-uri".

În legislaţia Uniunii Europene nu există o definiţie a noţiunii de ordin, ci numai a celei de „ordin limită", care înseamnă, potrivit art. 4 alin. (1) pct. 16 din MiFID[1] „ordinul de a cumpăra sau de a vinde un instrument financiar la limita de preţ specificată sau mai avantajos şi pentru o cantitate precizată."

Nici legislaţia franceză, extrem de scrupuloasă în alte ocazii, şi nici cea britanică sau americană nu oferă o definiţie legală acestei instituţii juridice.

În opinia noastră, **ordinul de bursă** reprezintă **contractul sinalagmatic prin care un investitor mandatează un intermediar autorizat de a încheia un act juridic pe piaţa de capital în contul său având drept obiect dobândirea sau înstrăinarea unor instrumente financiare admise la tranzacţionare în respectivul sistem de tranzacţionare.**

2.1.2. Natura juridică ale ordinului de bursă

Ordinul de bursă are **o dublă natură juridică**, în funcţie de persoanele cărora li se adresează. Din perspectiva relaţiilor dintre investitor şi intermediar, ordinul de bursă este **un contract sinalagmatic**, în timp ce, în privinţa relaţiilor cu terţii, odată introdus în sistemul de tranzacţionare[2] ordinul de bursă reprezintă **o ofertă de a contracta sau o acceptare a ofertei.**

a) Ordinul de bursă constituie **în primul rând** o convenţie încheiată între investitor şi intermediarul autorizat abilitat să încheie tranzacţii (contracte de vânzare-cumpărare) pe piaţa de capital.

Ordinul de bursă are natura juridică de contract de mandat[3]. Este vorba de un mandat special, emis de către investitorul-client în temeiul mandatului general acordat intermediarului autorizat prin contractul de servicii de investiţii financiare. În temeiul ordinului de bursă, investitorul intră într-un raport juridic specific cu intermediarul autorizat, raport care îi conferă mandatarului toate prerogativele încheierii contractului de vânzare-cumpărare pe piaţa de capital în contul investitorului, precum şi pe acelea ale executării în numele investitorului a tuturor obligaţiilor ce se nasc în urma încheierii tranzacţiei.

---

[1] Directiva 2004/39/CE.

[2] Înţelegem prin sistem de tranzacţionare atât un sistem multilateral de tranzacţionare, piaţă reglementată sau sistem multifuncţional (ATS în terminologia română), cât şi mecanismul de tranzacţionare oferit de internalizatorul sistematic, pentru tranzacţiile de tip OTC încheiate în afara acestor sisteme.

[3] *G. Ripert, R. Roblot*, Traité de droit commercial, tome 2, 16e ed., LGDJ, Paris, 2000, p. 83; *E. Fromentin, H. Compin, P. Foy*, Pour connaitre la Bourse, pratique des operations, notions de droit usuel, Ed. Flammarion, 1939, p. 179. Există în doctrina franceză o opinie constantă în privinţa naturii juridice a ordinului de bursă. În literatura juridică română, după ştiinţa noastră nu a fost realizată încă o analiză a naturii şi caracterelor juridice ale ordinului de tranzacţionare.

Ordinul de bursă poate fi emis numai către intermediarul autorizat care are calitatea de mandatar, în virtutea contractului de servicii de investiţii financiare. Nicio altă persoană fizică sau juridică în afara intermediarului autorizat nu va putea avea calitatea de mandatar în vederea executării tranzacţiilor pe piaţa de capital.

Ordinul de bursă, fiind o convenţie sinalagmatică, implică drepturi şi obligaţii reciproce ale investitorului-client, respectiv ale intermediarului.

Investitorul, încheind acest mandat special în calitate de mandant, îl împuterniceşte pe intermediar să cumpere sau să vândă în contul său o anumită cantitate de instrumente financiare la un preţ determinat sau determinabil. La rândul său, investitorul, odată cu emiterea ordinului, se obligă să achite taxele şi comisioanele aferente tranzacţiei. Este de precizat că aceste taxe şi comisioane pot diferi în funcţie de tipul de tranzacţie (de cumpărare, de vânzare, *intra day* etc.), de piaţa pe care urmează să se încheie tranzacţia (piaţă reglementată, sistem alternativ, piaţă OTC), de volumul tranzacţiei (spre exemplu, la un volum mai ridicat intermediarul poate percepe un comision procentual mai scăzut) etc. În concluzie, fiecare ordin de bursă reprezintă un contract sinalagmatic, încheiat în temeiul şi ca urmare a contractului de servicii de investiţii financiare, care are natura de contract-cadru, conţinând clauze cu caracter general, unele dintre acestea având un caracter legal, obligatoriu.

Datorită faptului că are natura juridică a unui contract de mandat, ordinul de bursă este supus reglementărilor din dreptul comun referitoare la condiţiile de validitate ale contractului, precum şi cele speciale din Noul Cod civil.

b) Ordinul de bursă, devenit ordin de tranzacţionare prin introducerea sa în sistemul de tranzacţionare, reprezintă **pentru terţi o ofertă de a contracta** sau, dimpotrivă, o **acceptare a ofertei**, în funcţie de preţul la care este emis. Dacă este emis la un preţ pentru care există deja introdus în sistemul de tranzacţionare un alt ordin de sens contrar, atunci natura juridică a ordinului de bursă va fi de acceptare a ofertei. Dimpotrivă, dacă ordinul de bursă este introdus în sistem la un preţ la care nu este încă introdus în sistemul de tranzacţionare niciun alt ordin, atunci natura juridică a ordinului respectiv va fi de ofertă de a contracta.

Ordinul de bursă care reprezintă oferta de a contracta are un **caracter revocabil** până la executarea sa, respectiv până în momentul acceptării ofertei prin intermediul unui ordin de bursă de sens contrar introdus la acelaşi preţ în sistemul de tranzacţionare.

Oferta de a contracta **poate privi atât cumpărarea** de instrumente financiare, situaţie în care ordinul se va afişa la rubrica „*bid*" a sistemului electronic de tranzacţionare, **cât şi vânzarea** acestora, caz în care ordinul se va afişa la rubrica „*ask*".

Apreciem că ordinul de bursă devine caduc în momentul decesului sau incapacităţii autorului său[1], în cazul persoanelor fizice, respectiv în cazul dizolvării în cazul persoanelor juridice, din momentul producerii evenimentului respectiv.

Ordinul de bursă devine ordin de tranzacţionare în momentul în care agentul de servicii de investiţii financiare al intermediarului autorizat îl introduce în sistemul de tranzacţionare al operatorului de piaţă sau de sistem, ori în sistemul bilateral de tranzacţionare electronică al internalizatorului sistematic.

---

[1] *C. Stătescu, C. Bîrsan*, op. cit., 2008, p. 42.

În momentul introducerii în acest sistem de tranzacţionare, ordinul va putea fi vizualizat şi de terţi şi va dobândi caracterul de ofertă de a contracta sau, în cazul în care este introdus la un preţ preexistent în sistem va reprezenta, aşa cum am arătat mai sus, o acceptare a ofertei.

Toate ordinele de bursă afişate în sistemul de tranzacţionare, încă neexecutate, au natura juridică de ofertă de a contracta. Un ordin de bursă însă care conţine un preţ care nu se încadrează în limita de variaţie zilnică maximă admisă este înregistrat în sistem, dar este automat suspendat, urmând a fi reluat atunci când o permite evoluţia cursului instrumentelor financiare la care se referă.

Ordinul de bursă este în esenţă **actul juridic fondator** al unor raporturi juridice complexe care se nasc între actorii pieţei de capital după ce acesta devine ordin de tranzacţionare şi este executat. Este vorba de raportul juridic dintre intermediarul autorizat şi operatorul de piaţă, de raportul juridic dintre intermediarul autorizat şi depozitarul central, de raportul juridic dintre depozitarul central şi operatorul de piaţă (aceste raporturi nu privesc în practică, desigur, numai un singur ordin executat, ci toate ordinele executate într-o şedinţă de tranzacţionare).

Oferta de a contracta exprimată prin intermediul ordinului de bursă este ţinută să îndeplinească **cerinţele** dezvoltate de doctrina dreptului civil[1] **pentru a fi validă din punct de vedere juridic**:

- transpune o **manifestare de voinţă fermă, neechivocă, serioasă, conştientă, neviciată, efectuată cu intenţia de a angaja din punct de vedere juridic**; o problemă practică ar apărea din această perspectivă în ipoteza în care investitorul client ar nega faptul că a cunoscut introducerea în sistemul de tranzacţionare, în numele său, a ordinului de bursă de către intermediarul autorizat al cărui client este;
- introducerea ordinului de bursă în sistemul de tranzacţionare reprezintă o **propunere de a contracta fermă**, din perspectiva asumării unui angajament juridic;
- introducerea ordinului de bursă în sistemul de tranzacţionare nu lasă să existe **niciun fel de echivoc** cu privire la intenţia de a contracta;
- ordinul de bursă conţine, pentru a fi valabil, o **ofertă precisă şi completă**, respectiv precizează numărul de instrumente financiare a căror tranzacţionare se intenţionează, precum şi preţul cerut sau oferit pentru acestea; această condiţie este îndeplinită chiar şi atunci când este emis un ordin cu limită de preţ, superioară cumpărare şi inferioară la vânzare, ori un ordin la piaţă, întrucât preţul este determinabil; pot fi emise şi ordine fără preţ la Bursa de Valori Bucureşti, potrivit art. 86 alin. (1) din Titlul III al Cărţii I a Codului B.V.B. - operator de piaţă, însă acest ordin devine automat un ordin limită prin alocarea de către sistem a celui mai bun preţ al pieţei.

---

[1] *C. Stătescu, C. Bîrsan*, Drept civil. Teoria generală a obligaţiilor, ed. a 4-a, Ed. All, 1998, p. 42-42.

2.1.3. Caracterele juridice ale ordinului de bursă

Oferta de a contracta **este revocabilă** și în această materie înainte de a fi acceptată, ordinul de bursă fiind retractabil. Retragerea unui ordin de bursă are drept efect eliminarea acestuia din sistemul de tranzacționare. În afara orelor de tranzacționare, atunci când o piață sau un sistem de tranzacționare este în starea „închisă", nu se pot retrage ordine, prin urmare nu se poate revoca nicio ofertă de a contracta. Odată executat, un ordin de bursă nu mai poate fi retras, existând o imposibilitate tehnică, pe care o instituie orice sistem de tranzacționare, de a se renunța la un ordin executat.

Oferta de a contracta ajunge la cunoștința celor cărora li se adresează în mod legal numai **prin intermediul sistemului informatic de tranzacționare**, beneficiarii acestei informații fiind în fapt agenții de bursă angajați ai intermediarilor autorizați care au calitatea de participanți la sistemul de tranzacționare. Dacă oferta de a contracta ajunge la cunoștința unor persoane care nu sunt implicate în negocierea unei tranzacții bilaterale care ar urma să fie încheiată pe o piață OTC sau pe segmentul de piață Deal, pot fi întrunite condițiile transmiterii ilicite a unei informații privilegiate, faptă prohibită de dispozițiile art. 246 lit. a) din Legea nr. 297/2004. Transmiterea unei astfel de informații este permisă numai în situația în care dezvăluirea a fost făcută în exercitarea normală a activității, profesiei sau sarcinilor de serviciu.

Ordinul de bursă este în mod necesar **prealabil ordinului de tranzacționare**, altfel spus, mandatul special dat de client intermediarului autorizat este încheiat la o dată anterioară transmiterii ofertei de a contracta (sau acceptării unei oferte) prin intermediul sistemului de tranzacționare de către intermediar către ceilalți participanți la piață.

Un ordin de tranzacționare introdus în sistem în contul unui client de către un intermediar fără a exista un ordin de bursă prealabil reprezintă, dacă are o cauză licită, o gestiune a intereselor altor persoane. Dacă un astfel de ordin este executat va avea loc încheierea unui act de dispoziție, care va trebui apreciat prin raportare la întregul portofoliu al investitorului, noțiunea de gerare fiind necesar a fi privită într-un sens extensiv[1]. Pentru a fi întrunite condițiile gestiunii de afaceri este necesar în ipoteza evocată ca introducerea ordinului de tranzacționare de către intermediar fără preexistența unui ordin de bursă să fie utilă clientului-investitor. Este important așadar ca introducerea unui astfel de ordin de tranzacționare să reprezinte un act de gestiune din perspectiva întregului portofoliu al investitorului-client.

Bineînțeles, dacă investitorul-client va semna ulterior un ordin de bursă, va fi vorba de o ratificare a gestiunii, devenind aplicabil principiul *ratihabitio mandato aequiparatur* și, pe cale de consecință, regulile contractului de mandat[2].

2.2. Proba ordinului de bursă

Dematerializarea a abstractizat transferul acțiunilor[3], iar în această situație s-a ajuns ca ordinul de bursă sub aspectul conținutului să nu mai poată fi controlat din punct de vedere material[1]. În aceste condiţii, a fost necesară identificarea unor mecanisme juridice adecvate pentru a se realiza cu succes şi într-un mod neechivoc proba exprimării consimţământului investitorilor.

---

[1] *C. Stătescu, C. Bîrsan*, Drept civil. Teoria generală a obligațiilor, ed. a 9-a, Ed. Hamangiu, 2008, p. 106.

[2] Ibidem, p. 109.

[3] *Y. Guyon*, Les aspects juridique de la dématérialisations des valeurs mobilières, Rev. soc., 1984, p. 451.

Oferta de a contracta instrumente financiare listate pe o piaţă reglementată sau într-un sistem alternativ de tranzacţionare, trebuie să fie consemnată, *ad probationem*, într-un **formular de ordin** de bursă.

Mandatul special concretizat prin ordinul de bursă este încheiat, de regulă, *ad probationem* în formă scrisă, potrivit dispoziţiilor art. 121 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006[2], însă normele în vigoare ţin cont de progresul tehnic şi permit şi utilizarea unui *instrumentum* modern, în afara celui clasic de hârtie, respectiv înregistrarea pe suport magnetic a ordinului dat telefonic sau a celui transmis prin email sau prin altă aplicaţie soft pusă la dispoziţie de intermediar clienţilor săi.

2.3. Regimul juridic aplicabil ordinelor de bursă. Consimţământul intermediarului de a executa ordinul

O problemă deosebit de importantă derivă din rolul consimţământului intermediarului la încheierea contractului sinalagmatic reprezentat de ordinul de bursă.

La prima vedere, ordinul de bursă nu ar avea un caracter sinalagmatic, ci ar părea un act juridic unilateral, întrucât prin mijlocirea sa investitorul-client instructează intermediarul autorizat să cumpere sau vândă, în contul său, anumite instrumente financiare. Am arătat mai sus însă că prin ordinul de bursă se nasc obligaţii şi în sarcina clientului, astfel încât acesta capătă un caracter bilateral, fiecare parte având concomitent atât calitatea de creditor, cât şi pe aceea de debitor[3].

Cu toate acestea, este de discutat în ce măsură şi în ce moment intermediarul autorizat îşi exprimă consimţământul pentru încheierea acestui mandat *sui generis*. Ordinul de bursă reprezintă indubitabil o manifestare expresă de voinţă a investitorului care intenţionează să încheie tranzacţii pe piaţa de capital. Investitorul este ţinut să încheie în prealabil un contract de servicii de investiţii financiare cu intermediarul autorizat, cerinţă legală obligatorie, conform art. 28 din Legea nr. 297/2004 privind piaţa de capital şi art. 112 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006. În temeiul acestui contract, intermediarul autorizat, societate de servicii de investiţii financiare sau bancă se angajează să presteze clientului anumite servicii de investiţii financiare, printre care se regăseşte, în cvasiunanimitatea cazurilor, acela de executare a ordinelor de bursă. Aceste servicii sunt identificate în contractul de servicii de investiţii financiare, menţionarea lor reprezentând o clauză obligatorie conform art. 112 alin. (1) lit. a) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006.

---

[1] *D. Airault, M-A. Frison-Roche, J. Revuz,* L'efficacité de cession des actions nominatives a l'égard de la société émettrice", în Revue de droit bancar et de la bourse, no. 36 martie-aprilie 1993, p. 64.

[2] Art. 121 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006: „S.S.I.F. are obligaţia completării unui *formular de ordin*, pentru fiecare ordin de tranzacţionare şi pentru fiecare decizie de tranzacţionare, luată în scopul furnizării serviciului de administrare a portofoliului".

[3] *C. Stătescu, C. Bîrsan*, op. cit., ed. a 9-a, p. 25.

În aceste condiții, **consimțământul intermediarului** de a executa ordinele de bursă ale clienților **este prezumat** odată ce contractul de intermediere este încheiat. Consimțământul va fi exteriorizat de către reprezentantul intermediarului autorizat prin introducerea ordinului de bursă în sistemul de tranzacționare.

Mandatarul-intermediar autorizat are o obligație de mijloace de îndeplinire a mandatului și nu una de rezultat[1].

2.4. Obligația legală de refuz a mandatului special – refuzul executării ordinului

Nu mai puțin, se ridică întrebarea dacă intermediarul poate să cenzureze un ordin de bursă și să nu-l introducă în sistemul de tranzacționare în forma și conținutul în care a fost emis.

În anumite ipoteze, atunci când ordinul de bursă poate intra în sfera abuzului de piață, intermediarul este ținut să refuze executarea sa. Evoluția legislativă referitoare la obligația legală de refuz a executării ordinului a fost sinuoasă.

2.4.1. Evoluția reglementării privind refuzul executării ordinelor

Regulamentul C.N.V.M. nr. 3/1996 privind autorizarea și exercitarea intermedierii de valori mobiliare[2] (astăzi abrogat) prevedea în cadrul art. 28 lit. c) și d) că „societății de valori mobiliare îi era interzis să efectueze tranzacții în scopul de a influența în mod artificial prețul valorilor mobiliare sau de a crea impresia unui volum ridicat, precum și faptul că societății de valori mobiliare îi era interzis să afișeze cotații sau să introducă ordine de natură să creeze o impresie falsă asupra prețului real de piață al unei valori mobiliare".

De asemenea, în situația în care clientul nu avansa banii sau titlurile necesare înaintea efectuării tranzacției societatea de valori mobiliare avea dreptul să refuze executarea ordinului (art. 21).

Legiuitorul anului 2002[3] a încercat totodată să detalieze aspectele care puteau indica existența unor fapte de abuz de piață, evidențiindu-le în cadrul art. 131 al ordonanței. Astfel, era interzis unei societăți de servicii de investiții financiare și agenților acesteia ca, direct sau indirect:

„a) să execute un ordin de la un investitor, cunoscând că nu va avea loc un transfer real al dreptului de proprietate sau că operațiunea de cumpărare urmează să se perfecteze între acel investitor și persoane afiliate lui ori un angajat al acestuia, simultan cu o revânzare;

b) să execute un ordin de la un investitor privind negocierea vânzării unui pachet de valori mobiliare, cu primirea simultană a unui ordin de la același investitor privind achiziția aceluiași pachet de valori mobiliare la același preț;

c) să execute un ordin de la un investitor privind negocierea vânzării unui pachet de valori mobiliare, cunoscând că o altă societate de valori mobiliare a primit simultan un ordin de la același investitor privind achiziția aceluiași pachet de valori mobiliare."

---

[1] *T. Bonneau, F. Drumond*, op. cit., p. 657.

[2] M.Of. nr. 176 din 5 august 1996.

[3] O.U.G. nr. 28/2002.

A fost astfel introdusă obligativitatea refuzării de către intermediarii autorizaţi a ordinelor clienţilor care conţin elemente de manipulare: absenţa unui transfer real al dreptului de proprietate asupra instrumentelor financiare, efectuarea tranzacţiei între o persoană şi persoanele angajate sau afiliate ale acesteia, ordine similare de sens contrar emise de acelaşi investitor, fie date aceluiaşi intermediar, fie unor intermediari diferiţi.

În sistemul legislativ actual, întemeiat pe dispoziţiile legii organice nr. 297/2004, nu există o enumerare explicită a cazurilor în care intervine obligaţia legală a intermediarului autorizat de a refuza executarea unui ordin. Filosofia MiFID este, de altfel, în sensul unei responsabilizări deosebite a actorilor pieţei de capital, aplicându-se într-o măsură cât mai mare **principiul autoreglementării.** Cazurile în care un intermediar are obligaţia de a refuza executarea unui ordin de bursă rezultă din interpretarea sistematică a unor norme din legislaţia pieţei de capital care reglementează alte instituţii juridice (spre exemplu abuzul de piaţă) sau din reglementările entităţilor pieţei de capital.

2.4.2. Situaţii în care intermediarul poate refuza mandatul special de a încheia tranzacţii în contul investitorului-client

În literatura juridică franceză[1] se face o distincţie între ordinele reglementate şi cele nereglementate. Primele sunt prevăzute de normele pieţei şi, în principiu, intermediarul nu poate refuza executarea lor. Ordinele nereglementate nu sunt descrise de normele pieţei, iar intermediarul are prerogativa refuzării executării lor.

În privinţa ordinelor reglementate poate fi refuzată executarea lor de către intermediar, în situaţiile în care nu întrunesc condiţiile legale prevăzute de regimul juridic aplicabil instrumentelor financiare care fac obiectul lor sau dacă investitorul nu a asigurat marja prevăzută pentru tranzacţionarea instrumentelor respective, stabilită de regulile pieţei[2].

În unele situaţii însă, refuzul executării ordinului şi, implicit, a mandatului special este obligatoriu.

Din analiza tuturor dispoziţiilor incidente ordinelor de bursă (de tranzacţionare) în legislaţia română, identificăm următoarele situaţii care atrag obligaţia intermediarului autorizat de a refuza mandatul special oferit de client prin intermediul ordinului de bursă:

a) **Ordine de bursă care au fost emise ca urmare a deţinerii unor informaţii privilegiate.** În cazul în care un investitor se află în posesia unei informaţii cu caracter privilegiat, astfel cum este aceasta definită de dispoziţiile art. 244 alin. (1) şi (2) din Legea nr. 297/2004, şi emite un ordin de bursă, intermediarul autorizat este ţinut să refuze executarea sa în conformitate cu prevederile art. 245 alin. (1) din lege: „se interzice oricărei persoane care deţine informaţii privilegiate să utilizeze respectivele informaţii pentru dobândirea sau înstrăinarea ori pentru intenţia de dobândire sau înstrăinare, pe cont propriu sau pe contul unei terţe persoane, direct ori indirect, de instrumente financiare la care aceste informaţii se referă."

---

[1] *T. Bonneau, F. Drumond*, op. cit., p. 650.

[2] Ibidem.

b) **Ordine de bursă:**

- care dau sau ar putea da semnale false sau care induc în eroare în legătură cu cererea, oferta sau prețul instrumentelor financiare;

- care mențin, prin acțiunea uneia sau a mai multor persoane acționând împreună, prețul unuia sau al mai multor instrumente financiare, la un nivel anormal ori artificial;

- care presupun procedee fictive sau orice altă formă de înșelăciune;

Aceste ordine de tranzacționare reprezintă elemente materiale ale faptei ilicite de manipulare a pieței de capital, conform dispozițiilor art. 244 alin. (5) pct. 1 și 2 din Legea nr. 297/2004. Potrivit prevederilor art. 248, manipularea pieței de capital este interzisă, astfel încât un intermediar autorizat este ținut să nu introducă în sistemul de tranzacționare acele ordine de bursă care se încadrează în descrierea conduitei ilicite sus-menționate.

c) Potrivit dispozițiilor art. 160 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, operatorii independenți (internalizatorii sistematici, respectiv acei intermediari autorizați care, în mod organizat, frecvent și sistematic încheie tranzacții pe cont propriu prin executarea ordinelor clienților în afara piețelor reglementate sau a sistemelor alternative de tranzacționare[1]) pot refuza să încheie sau pot întrerupe relațiile de afaceri cu clienții **din considerente comerciale cum ar fi statutul de creditori al clienților sau luarea în considerare a riscului de contraparte și de decontare finală într-o tranzacție.**

Tot astfel, conform art. 161 din aceeași reglementare C.N.V.M. [care transpune art. 27 alin. (5) din MiFID] în vederea limitării riscului de a fi expus la multiple tranzacții din partea aceluiași client, operatorul independent poate limita, într-un mod nediscriminatoriu, numărul tranzacțiilor de la același client care vor fi inițiate în condițiile publicate. Operatorii independenți pot de asemenea, ca într-un mod nediscriminatoriu să limiteze numărul total al tranzacțiilor de la diferiți clienți în același timp cu condiția ca acest lucru să se efectueze numai dacă numărul și/sau volumul ordinelor clienților depășesc considerabil norma.

d) În cazul tranzacțiilor cu instrumente financiare derivate, potrivit art. 210 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, S.S.I.F. nu va executa niciun ordin pentru **clienții care nu au constituit marja (garanția) inițială.**

e) **Absența sumelor de bani necesare tranzacțiilor de cumpărare, respectiv a instrumentelor financiare (acțiunilor) necesare tranzacțiilor de vânzare.** Această cauză care conduce la refuzul mandatului special oferit prin ordinul de bursă este controversată și, totodată nuanțată, în reglementările incidente emise de entitățile pieței de capital cu putere de autoreglementare, respectiv operatorul de piață și depozitarul central.

În dispozițiile normative din cadrul legislației primare sau secundare a pieței de capital nu există o interdicție expresă pentru intermediari de a introduce în sistemul de tranzacționare ordine de vânzare, fără ca investitorul-client să dețină instrumentele financiare (desigur, cu excepția vânzărilor în lipsă, în cazul cărora este necesar un acord de împrumut al acestor instrumente), respectiv ordine de cumpărare, în lipsa disponibilităților bănești necesare.

---

[1] Conform art. 2 alin. (2) lit. r) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006.

Conform art. 9 alin. (1) din Codul Depozitarului Central (aprobat prin decizia C.N.V.M. nr. 604/13.04.2009), „participanţii la sistemul de compensare-decontare şi registru **au obligaţia şi răspunderea exclusivă** ca, în momentul în care introduc în sistemul de tranzacţionare ordine de cumpărare, să se asigure că fondurile corespunzătoare decontării tranzacţiilor efectuate în conturi pentru care asigură servicii de decontare sunt disponibile la data decontării.

În acelaşi sens, art. 48 din Titlul III al Codului B.V.B. - operator de piaţă prevede obligaţia intermediarului de a se asigura, pentru ordinele de cumpărare „ca fondurile aferente decontării tranzacţiilor de cumpărare respective vor fi disponibile în ziua decontării", iar pentru ordinele de vânzare că instrumentele financiare aferente decontării tranzacţiilor de vânzare respective sunt disponibile în cont: i) la momentul introducerii ordinului în sistemul de tranzacţionare, în cazul tranzacţiilor condiţionate de utilizarea mecanismului cu prevalidare[1], indiferent de sistemul de conturi utilizat de intermediar; ii) în ziua decontării, în cazul tranzacţiilor necondiţionate de utilizarea mecanismului cu prevalidare."

În situaţia în care intermediarul autorizat decide să nu execute un ordin de bursă, acesta are obligaţia potrivit prevederilor art. 4 alin. (4) din Dispunerea de Măsuri nr. 13/2010[2] să comunice imediat clientului refuzul, împreună cu justificarea acestui refuz.

În esenţă, astfel cum s-a relevat în doctrina franceză, intermediarul realizează un filtru al ordinelor de bursă înainte ca acestea să fie introduse pe piaţă, cu respectarea reglementărilor pieţei/pieţelor pe care urmează să se execute ordinul de bursă, care constă într-un ansamblu de mecanisme de control al caracteristicilor ordinului[3]. Aceeaşi autori arată că „filtrul" ia în considerare conformitatea ordinului cu voinţa reală a clientului-investitor, riscul ca ordinul să nu poată fi introdus în sistemul de tranzacţionare datorită caracteristicilor sale, riscul ca ordinul să afecteze situaţia intermediarului şi eventual să depăşească limitele fixate în convenţia de compensare, riscul ca ordinul să aducă atingere integrităţii pieţei respective[4].

Este important de subliniat şi faptul că intermediarul nu are posibilitatea de a modifica ordinul de bursă în absenţa unei manifestări a voinţei juridice a investitorului, întrucât această ingerinţă ar altera consimţământul acestuia. Intermediarul are însă obligaţia de a-i prezenta investitorului motivele pentru care nu poate introduce în sistemul de tranzacţionare un ordin, consiliindu-l dacă este cazul, în vederea remedierii viciilor constatate. Ordinul de bursă, asumat de client, fie în scris (pe suport material sau în formă electronică), fie telefonic va deveni ordin de tranzacţionare şi, pe cale de consecinţă, ofertă de a contracta sau, după caz, acceptare a ofertei, în momentul introducerii sale de către intermediar în sistemul de tranzacţionare.

---

[1] Potrivit art. 3 din Codul Depozitarului Central, prevalidarea reprezintă operaţiunea de verificare a disponibilităţii instrumentelor financiare pentru care a fost introdus în sistemul de tranzacţionare un ordin de vânzare şi blocarea acestora pentru a se evita revânzarea lor.

[2] Prin Dispunerea de Măsuri nr. 13/2010 au fost suspendate prevederile art. 141 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006 stabilindu-se, pe calea unor norme tranzitorii, anumite reguli privind excutarea ordinelor

[3] *T. Bonneau, F. Drumond*, op. cit., p. 655-656.

[4] Ibidem, p. 656.

2.5. Conținutul ordinului de bursă

Principiul libertății contractuale lasă părțile să stabilească, în principiu, orice clauză care nu contravine legii, bunelor moravuri ori ordinii publice. În anumite domenii, în scopul ocrotirii unei interes superior, interesul public, normele legale limitează caracterul absolut al principiului libertății contractuale, impunând anumite clauze care servesc ocrotirii interesului public.

În materia dreptului pieței de capital, în ciuda liberalismului economic care a stat în ultimă instanță la temelia fondării acestei instituții esențiale a capitalismului, contractele dintre părți au, în general, o formă standardizată, părțile contractante fiind libere să decidă numai trei elemente, este adevărat cele mai importante:

- obiectul contractului (instrumentul financiar în privința căruia se încheie actul translativ de proprietate);
- cantitatea de instrumente financiare la care se referă contractul;
- prețul contractului.

Ordinul de bursă, din perspectiva naturii sale de mandat special, trebuie să răspundă și cerințelor ce derivă din principiul protecției investitorilor pe piața de capital, precum și celor care ocrotesc stabilitatea și integritatea pieței. Din aceste considerente, ordinul de bursă trebuie conțină anumite informații esențiale.

În legislația Uniunii Europene, aceste cerințe sunt prevăzute de dispozițiile art. 7 din Regulamentul CE nr. 1287/2006[1], care are aplicabilitate directă în dreptul intern, conform art. 288 din Tratatul de Funcționare al Uniunii Europene, și impun ca orice ordin de bursă să conțină:

a) numele sau altă desemnare a clientului;

b) numele sau altă desemnare a unei persoane relevante care acționează în numele clientului;

c) informațiile detaliate privind

- natura operațiunii (vânzare sau cumpărare);
- identificarea instrumentului financiar (trebuie să includă: un cod unic, ales de autoritatea competentă (în cazul în care există) căreia i se prezintă raportul, privind identificarea instrumentului financiar care face obiectul tranzacției;în cazul în care instrumentul financiar în cauză nu are un cod unic de identificare, raportul trebuie să includă denumirea instrumentului sau, în cazul unui contract derivat, caracteristicile contractului) menționate de anexa I tabelul 1 punctele 4, 6 și 16-19);
- prețul unitar (prețul pe valoare mobiliară sau contract derivat excluzând comisionul și, după caz, dobânda acumulată; în cazul unui titlu de creanță, prețul poate fi exprimat în moneda respectivă sau ca procent);
- unitatea de preț (moneda în care este exprimat prețul; în cazul în care, în cazul unei obligațiuni sau al unei alte forme de titlu de creanță, prețul este exprimat procentual, se include procentajul respectiv);
- cantitatea (numărul unităților instrumentului financiar, valoarea nominală a obligațiunilor sau numărul contractelor derivate incluse în tranzacție);

d) natura ordinului, în cazul în care este altul decât de cumpărare sau vânzare;

e) tipul ordinului;

---

[1] J.O. nr. L 241, 2.09.2006.

f) orice alte informaţii, condiţii şi instrucţiuni specifice ale clientului, care oferă indicaţii cu privire la modul de executare a ordinului;

g) data şi ora exactă la care întreprinderea de investiţii primeşte ordinul sau decizia de tranzacţionare.

Aceste reguli se aplică şi în cazul în care o societate de servicii de investiţii financiare (întreprindere de investiţii, în traducerea oficială a regulamentului) adoptă o decizie de investiţie în temeiul unui contract de administrare a portofoliului pe baze discreţionare încheiat cu un client-investitor.

Pe lângă aceste prevederi fiecare piaţă stabileşte în virtutea puterii sale de autoreglementare, normele necesare unei bune funcţionări, între acestea încadrându-se şi cele care vizează conţinutul ordinelor de bursă/tranzacţionare.

Potrivit dispoziţiilor art. 47 alin. (1) din Titlul III al Codului Bursei de Valori Bucureşti - operator de piaţă conţinutul minim al unui ordin de bursă trebuie să includă următoarele informaţii:

a) denumirea intermediarului autorizat, participant la sistemul de tranzacţionare;

b) momentul preluării ordinului de bursă (dată, oră, minut şi secundă);

c) sensul ordinului (vânzare/cumpărare etc.);

d) simbolul şi denumirea instrumentului financiar;

e) numărul contului utilizat în sistemul B.V.B.;

f) dacă contul este discreţionar;

g) numărul ordinului din registrul de evidenţă al intermediarului;

h) tipul ordinului de bursă;

i) cantitatea (volumul) de instrumente financiare;

j) preţul, în funcţie de tipul instrumentului şi tipul ordinului de bursă;

k) termenul de valabilitate a ordinului;

l) dacă ordinul a fost plasat la iniţiativa clientului sau la recomandarea agentului;

m) orice alte informaţii, condiţii şi instrucţiuni specifice ale clientului, care oferă indicaţii cu privire la modul de executare a ordinului;

n) alte precizări privind informarea corectă a clientului (luarea la cunoştinţă de oferte publice în derulare, modificări de capital anterioare, fuziuni, divizări etc.);

p) numele în clar şi semnătura agentului pentru servicii de investiţii financiare/agentului delegat care a preluat ordinul;

q) semnătura clientului dacă ordinul nu a fost preluat telefonic, iar în situaţia în care ordinul a fost preluat telefonic, înregistrarea de către intermediar a instrucţiunii clientului;

r) ştampila intermediarului sau a sediului secundar al acestuia.

2.6. Tipurile ordinelor de bursă

Ordinele de bursă, în virtutea dublei lor naturi, aceea de contract de mandat şi aceea de ofertă de a contracta (această din urmă calitate, subliniem, dobândită în momentul în care devine ordin de tranzacţionare prin introducerea în sistemul de tranzacţionare), pot avea caracteristici diferite, după cum un contract poate avea variate clauze. Aceste caracteristici nu abolesc însă caracterul standardizat al ordinului, impus de cerinţe legale exprese, cu caracter imperativ.

Pe piaţa reglementată din România, potrivit art. 77 din Titlul III al Codului Bursei de Valori Bucureşti - operator de piaţă, pot fi introduse în sistemul de tranzacţionare al pieţei reglementate următoarele ordine de bursă:

a) ordine limită;
b) ordine la piaţă - MKT (MKT);
c) ordine fără preţ;
d) ordine *hidden*;
e) ordine contingente;
f) ordine având alte tipuri sau caracteristici speciale de execuţie, descrise în Manualul de utilizare a sistemului B.V.B.

2.6.1. Ordinul limită

Conform art. 79 din Titlul III al Codului B.V.B. - operator de piaţă ordinul limită este ordinul prin care se cumpără/vinde o cantitate de instrumente financiare la un preţ specificat sau mai avantajos pentru client, respectiv mai mic la cumpărare, respectiv mai mare la vânzare. Cu alte cuvinte, în cazul unui ordin limită, investitorul prin intermediul instrucţiunii adresate intermediarului, stabileşte un preţ maxim la care doreşte să cumpere, respectiv un preţ minim la care doreşte să vândă instrumentul financiar ce face obiectul ordinului.

Din perspectiva relaţiilor dintre investitor şi intermediar, deci a contractului de mandat, ordinul limită împuterniceşte mandatarul să execute mandatul de a tranzacţiona în contul clientului în condiţiile unui plafon de preţ. La executarea unui ordin limită, intermediarul va fi ţinut să respecte principiul „celei mai bune execuţii posibile" statuat de art. 21 din Directiva 2004/39/CE (MiFID) şi transpus de art. 137 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006. Ca atare, intermediarul va avea obligaţia de a încerca executarea ordinului limită la un preţ inferior plafonului impus de investitor, în cazul tranzacţiilor de cumpărare, respectiv la un preţ superior, în cazul tranzacţiilor de vânzare.

Emiterea unui ordin limită nu împiedică investitorul-client să transmită intermediarului, ulterior, prin orice mijloc de comunicare, detalii cu privire la decizia sa în privinţa executării ordinului limită, în funcţie de evoluţia pieţei instrumentului respectiv. Fiecare intermediar autorizat poate să stabilească, în cadrul politicii de executare a ordinelor, reguli privind executarea ordinelor limită. În principiu, pe o piaţă în creştere, ordinele limită de cumpărare se execută, de regulă, în întregime sau în cea mai mare parte a sa la preţul limită menţionat în ordin, în condiţiile în care termenul de valabilitate al ordinului este scurt (pentru şedinţa respectivă de tranzacţionare sau pentru câteva şedinţe de tranzacţionare), întrucât există riscul ca preţul să urce peste plafonul determinat prin ordin, iar acesta să nu mai poată fi executat. Brokerul (agentul de servicii de investiţii financiare), în practică, îl informează pe investitor în legătură cu condiţiile pieţei, consiliindu-l cu privire la modalitatea de executare a ordinului limită, în funcţie de tendinţele şi parametrii pieţei. Desigur că, atunci când nu se încadrează în limita zilnică maximă de variaţie a preţului admisă pe piaţa respectivă, ordinul limită nu va putea fi introdus în sistemul de tranzacţionare, fiind respins de softul prin intermediul căruia se operează. Un alt factor care influenţează modalitatea de executare a ordinului limită îl reprezintă atitudinea investitorului. Dacă acesta are o atitudine agresivă, urmărind achiziţionarea sau vânzarea cu celeritate a instrumentelor financiare, atunci ordinul limită va fi executat în întregime sau în cea mai mare parte a sa la plafonul maxim, în cazul ordinelor de cumpărare, respectiv minim, în cazul ordinelor de vânzare.

Din perspectiva celorlalţi investitori, ordinul limită reprezintă teoretic o ofertă de a contracta la diverse paliere de preţ, după cum este transformat într-unul sau mai multe ordine de tranzacţionare de către intermediarul autorizat, întrucât principiul celei mai bune execuţii impune identificarea, până la executarea completă a ordinului, a celor mai bune preţuri pentru investitor în vederea încheierii contractelor de vânzare-cumpărare.

Potrivit art. 79 din Titlul III al Codului B.V.B. - operator de piaţă, în situaţia în care, prin introducerea unui ordin limită în sistemul de tranzacţionare, se creează un dezechilibru de preţ astfel încât cel mai bun preţ de cumpărare este mai mare decât cel mai bun preţ de vânzare:

a) preţul tranzacţiilor rezultate dintr-un ordin limită variază între cel mai bun preţ cerut sau oferit de contraparte şi preţul precizat în ordinul limită;

b) cantitatea (volumul) rămasă netranzacţionată a ordinului limită este înregistrată la preţul specificat în ordinul respectiv.

Cu alte cuvinte, în cazul unui ordin limită de cumpărare spre exemplu, dacă este introdus în sistem la valoarea plafonului maxim de preţ (în scopul de a se achiziţiona o cantitate cât mai mare de instrumente financiare; această politică de executare a ordinului limită se întemeiază pe faptul că evoluţia ulterioară a pieţei ar putea să nu permită executarea în întregime a ordinului, fiind necesară achiziţionarea unei cantităţi cât mai mari de instrumente financiare atunci când acest lucru este posibil; piaţa ar putea să nu ofere posibilitatea de executare integrală a ordinului limită în situaţia în care are o lichiditate scăzută sau atunci când are o tendinţă crescătoare) tranzacţiile se vor încheia la cel mai bun preţ oferit de vânzători, adică cel mai scăzut preţ cerut (afişate în „*ask*" în sistemul de tranzacţionare) de investitorii care vând instrumentul respectiv, precum şi la toate preţurile intermediare afişate între cel mai bun preţ de vânzare şi preţul ordinului limită.

În cazul în care nu există suficiente instrumente financiare oferite la vânzare (afişate în „*ask*"), ordinul de cumpărare va fi executat parţial, rămânând înregistrată în sistemul de tranzacţionare oferta de cumpărare pentru restul instrumentelor financiare conţinute în ordin, la preţul limită al acestuia.

2.6.2. Ordinul la piaţă

Potrivit art. 81 alin. (1) din Titlul III al Codului B.V.B. - operator de piaţă, **ordinul la piaţă** (MKT) este ordinul prin care se cumpără/vinde la cel mai bun preţ al pieţei.

Odată introdus în sistemul de tranzacţionare, ordinul la piaţă este înregistrat cu un preţ limită specific (generat de către sistemul de tranzacţionare). Scopul protecţiei de preţ este stabilirea unui preţ limită pentru ordinul la piaţă, în vederea reducerii riscului pe care un agent de bursă şi-l asumă în momentul introducerii unui ordin la piaţă. Acest risc se naşte în cazul ordinelor cu volum ridicat care se execută pe mai multe paliere de preţ. O executare în întregime a unui ordin „la piaţă", în lipsa unei protecții de preț, ar putea conduce la o variație semnificativă a prețului instrumentului respectiv, variație care ar putea avea natura de a da semnale false celorlalți investitori, putând fi încadrată în sfera abuzului de piață. De fapt un broker, în cazul primirii unor ordine de bursă care au ca obiect instrumente financiare care nu au o piață extrem de lichidă, are întotdeauna de soluționat dilema acceptării unei încercări de executare integrală a ordinului sau refuzului executării acestuia ca atare, datorită prezumtivului risc de manipulare a pieței de capital.

Conform art. 82 alin. (2) din Titlul III al Codului B.V.B. - operator de piață, valoarea protecției de preț este calculată astfel: numărul maxim de pași de preț prin care poate trece ordinul) înmulțit cu mărimea corespunzătoare a pasului și reprezintă valoarea cu care poate varia prețul ordinului la piață.

Conform art. 83 alin. (1) din Codul B.V.B. - operator de piață, ordinul la piață (MKT) este admis în sistem atunci când prețul de protecție calculat se încadrează în limitele de variație admise pentru prețul ordinelor de bursă introduse într-o ședință de tranzacționare.

2.6.3. Ordinul fără preț

Potrivit art. 86 alin. (1) din Titlul III al Codului B.V.B. - operator de piață, **ordinul fără preț** este ordinul care nu are specificat un preț în momentul introducerii în sistemul de tranzacționare, dar care devine ordin limită prin alocarea de către sistem a celui mai bun preț al pieței.

Un ordin fără preț este respins de sistemul de tranzacționare atunci când nu există alte ordine în sistem. Dacă existe ordine de același sens (vânzare sau cumpărare) cu ordinul fără preț, acesta este introdus la cel mai bun preț al părții respective a pieței (cel mai mare preț de cumpărare, respectiv cel mai mic preț de vânzare) dacă nu există ordine în contraparte. Ordinul este executat la cel mai bun preț al părții opuse a pieței, existent în momentul introducerii în sistem a ordinului fără preț, dacă există ordine pe partea opusă a pieței.

Daca ordinul nu este executat integral, ordinul cu volumul rămas neexecutat este înregistrat la cel mai bun preț existent în contraparte la momentul introducerii în sistem a ordinului [art. 88 alin. (2) din Titlul III al Codului B.V.B. - operator de piață].

2.6.4. Ordinul *Hidden*

Conform art. 90 din Titlul III al Codului B.V.B. - operator de piață, **ordinul *Hidden*** este ordinul care afișează în piață numai o parte a cantității (volumului) totale.

Dispozițiile art. 91 alin. (1) din același cod stabilesc că volumul total al unui ordin *hidden* trebuie să reprezinte un multiplu al blocului de tranzacționare. Ordinul *hidden* este respins de sistemul de tranzacționare dacă volumul total nu reprezintă un multiplu al blocului de tranzacționare. De asemenea, volumul vizibil inițial al ordinului *hidden* trebuie să reprezinte un multiplu al blocului de tranzacționare. Volumul vizibil inițial este considerat drept volumul de rulare al ordinului *hidden*, și anume este volumul vizibil afișat ca urmare a unei execuții integrale a volumului vizibil curent aferent ordinului *hidden* respectiv. Tranzacționarea unui ordin *hidden* se efectuează pe baza volumului vizibil curent. Volumul vizibil curent este vizualizat de către toți agenții de bursă, asociat cu indicatorul corespunzător unui ordin *hidden* (lit. „h") în Registrul Ordinelor.

2.6.5. Cotațiile informative

Potrivit art. 103 din Codul B.V.B. - operator de piață, cotația informativă este afișată în sistemul de tranzacționare al B.V.B. de către un intermediar pentru un instrument financiar în scopul informării celorlalți intermediari autorizați, participanți la sistemul de tranzacționare, asupra intenției sale de a încheia o tranzacție prin negociere directă.

2.6.6. Ordinele de tip „*stop*"

Ordinele de tip stop sunt denumite în Codul B.V.B. - operator de piață „ordine contingent". Ordinele de tip „*stop*" au drept obiectiv limitarea pierderilor sau obținerea de profit și devin active în momentul în care sunt atinse anumite paliere de preț indicate în ordin.

Potrivit art. 98^1 din Titlul III al Codului, ordinele contingente sunt ordinele care sunt activate ca urmare a executării unei tranzacții pe simbolul respectiv în piața principală, iar prețul acesteia îndeplinește criteriile de preț specificate, prin compararea acestuia cu prețul de activare al ordinelor respective.

Conform art. 98^1 alin. (2), tipurile de ordine contingente disponibile în sistemul B.V.B. sunt următoarele:

a) ordinele „*stop*" sunt ordinele prin intermediul cărora se intenționează limitarea pierderii:

- ordin stop de cumpărare (*Stop Buy*);
- ordin stop de vânzare (*Stop Sell*).

b) ordinele „*If Touched*" sunt ordinele prin intermediul cărora se intenționează obținerea de profit:

- ordin „*if touched*" de cumpărare (*If Touched Buy*);
- ordin „*if touched*" de vânzare (*If Touched Sell*).

Pe piața pan-europeană Euronext (care reunește piețele reglementate la vedere din Paris, Amsterdam, Lisabona și Bruxelles, precum și piețele la termen din cele patru capitale la care se adaugă și piața la termen din Londra)[1], ordinele de tip *stop* se numesc ordine „*stop on quote*" și, potrivit normei 2.1.3 din „Manualul de tranzacționare Euronext"[2], se declanșează atunci când este atinsă o anumită limită de preț indicată în ordin.

2.7. Termenul de valabilitate a ordinelor în sistemul de tranzacționare

Fiecare piață stabilește regulile tehnice de tranzacționare, precum și limitele ofertelor de a contracta inițiate în cadrul sistemului de tranzacționare. Din punct de vedere al duratei de valabilitate a unui ordin de tranzacționare, adică a unei oferte de a contracta, la Bursa de Valori București pot fi introduse în sistem următoarele tipuri de ordine [art. 50 alin. (1) din Titlul III al Codului B.V.B. - operator de piață]:

a) *Day* – valabil în ședința de tranzacționare în care a fost introdus;

---

[1] http://www.euronext.com/landing/regulation-12602-FR.html.

[2] http://www.euronext.com/fic/000/060/246/602461.pdf.

BCU CLUJ / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

b) *Open* – valabil până la execuție sau retragere, în limita a 62 de zile calendaristice de la data ultimei actualizări a ordinului;

c) *Good Till Date* – valabil până la data specificată (format „an-lună-zi"), în limita a 62 de zile de la data ultimei actualizări a ordinului;

d) FOK (*Fill* or *Kill* sau „Executare sau Anulare") – introdus în vederea execuției imediate.

La expirarea termenului de valabilitate asociat unui ordin, acesta este eliminat automat din sistem.

În privința ordinului „FOK", în stările Pre-deschidere și Pre-închisă ale pieței nu se pot introduce ordine cu termenul de valabilitate FOK. În situația în care nu sunt îndeplinite condițiile de execuție, ordinul cu termenul de valabilitate FOK nu poate fi introdus în sistem. Dacă sunt întrunite condițiile de execuție parțială a unui ordin cu termenul de valabilitate FOK, ordinul cu volumul rămas neexecutat este eliminat automat din sistem (art. 52 din Titlul III al Codului B.V.B. - operator de piață).

Potrivit art. 53 din Titlul III al Codului B.V.B. - operator de piață ordinul de bursă rămâne valabil în sistem și se supune regulilor B.V.B. până când:

a) este executat;

b) expiră termenul de valabilitate al acestuia;

c) este suspendat sau retras de către agenții de bursă ai intermediarului respectiv;

d) este suspendat sau retras de către B.V.B., la cererea intermediarului respectiv;

e) este suspendat de către B.V.B., ca urmare a solicitării Depozitarului Central, conform prevederilor contractului încheiat între B.V.B. și Depozitarul Central;

f) este suspendat sau retras de către B.V.B. în situațiile prevăzute de dispozițiile din Codul B.V.B., precum și în alte situații în care se impune aceasta (spre exemplu, există riscul abuzului de piață);

g) este retras din sistem ca urmare a unor situații excepționale, apărute ca urmare a funcționării tehnice necorespunzătoare a sistemului B.V.B. sau în cazuri de forță majoră;

h) este eliminat automat din sistem dacă prețul nu se mai încadrează în variația maximă de preț admisă pentru ședința de tranzacționare, dacă volumul ordinului de bursă nu mai reprezintă un multiplu al blocului de tranzacționare aplicabil pieței respective sau dacă alte caracteristici ale ordinului nu mai sunt în concordanță cu configurarea pieței în care a fost introdus ordinul de bursă.

i) este suspendat sau retras de către B.V.B., la cererea emitentului sau furnizorului de lichiditate, în situații justificate, care pot include, fără ca enumerarea să fie limitativă: aspecte legate de caracteristicile specifice ale emisiunii individuale/ produsului structurat respectiv (suspendarea emisiunii individuale datorită atingerii unui anumit preț de către activul suport - *preț knock-out*, modificarea caracteristicilor unei emisiuni individuale de produse structurate etc.), imposibilitatea accesării sistemului de către un furnizor de lichiditate înregistrat pentru emisiunea individuală respectivă.

Stabilirea unui termenul de valabilitate a ordinului de bursă nu trebuie confundată cu asumarea de către acesta a unei obligații a investitorului de a menține o anumită perioadă oferta de a contracta concretizată prin respectivul ordin. Oferta de a contracta exprimată prin ordinul de bursă este revocabilă în sistemele multilaterale de tranzacționare, pe piețele regular, *odd lot* sau *deal*, nefiind incidente dispozițiile art. 1191 NCC cu privire la irevocabilitatea ofertei, întrucât autorul ei nu s-a obligat să o menţină o anumită perioadă. Numai în cazul ofertelor publice, indiferent de natura lor, se va putea face vorbire de irevocabilitate în interiorul perioadei de derulare.

2.8. Prioritatea de introducere şi executare a ordinelor

Procedurile operatorului de sistem de tranzacţionare stabilesc **prioritatea de introducere şi executare a ordinelor în sistemul informatic respectiv.** Spre exemplu, pe piaţa reglementată la vedere operată de B.V.B., conform art. 64 alin. (1) din titlul III al Cărţii I a Codului B.V.B. - operator de piaţă, ordinele sunt afişate şi executate, în ordinea descrescătoare a importanţei, în funcţie de următoarele criterii:

a) preţ ordin;

b) în cadrul aceluiaşi nivel de preţ - după tipul de cont, în ordine descrescătoare a priorităţii, respectiv cont Client, cont Instituţie, cont propriu (*House*), cont persoane relevante (*Staff*), cont *Insider*, cont combinat (*Mixed*);

c) în cadrul aceluiaşi nivel de preţ şi tip de cont - după timpul introducerii ordinului în sistem sau timpul corespunzător ultimei modificări care determină schimbarea priorităţii, conform principiului precedentei („FIFO" - *first in first out*: primul venit - primul servit).

Spre exemplu, dacă este introdus un ordin de bursă în sistemul informatic al operatorului la un anumit palier de preţ, iar acesta se află pe prima poziţie pentru a fi executat, modificarea acestui ordin sub aspectul volumului, conduce la căderea sa pe o poziţie inferioară unor ordine introduse ulterior ordinului iniţial, dar anterior modificării.

De regulă, într-un sistem de tranzacţionare sunt afişate mai multe ordine de cumpărare şi de vânzare pe paliere de preţ. Potrivit art. 17 alin. (2) din Regulamentul Comisie Europene nr. 1287/2006, o entitate care administrează un MTF (sistem alternativ de tranzacţionare) sau o piaţă reglementată este **obligată să publice** în mod continuu, pentru fiecare acţiune menţionată la alin. (1), pe parcursul orarului obişnuit de tranzacţionare, **numărul total de ordine şi acţiuni pe care le reprezintă ordinele respective la fiecare nivel de preţ, pentru cele mai bune cinci oferte şi cele mai bune cinci cereri.**

Conform art. 54 din Codul B.V.B. - operator de piaţă, sistemul de tranzacţionare al B.V.B. nu permite introducerea ordinelor de bursă al căror preţ nu se încadrează în variaţia maximă de preţ admisă pentru un instrument financiar într-o şedinţă de tranzacţionare.

2.9. Modificarea, retragerea, suspendarea şi reluarea ordinelor de bursă

Modificarea unui ordin de bursă este operaţiunea prin care se schimbă caracteristicile unui ordin de bursă existent în sistem. Modificările aduse unui ordin de bursă, devenit ordin de tranzacţionare, pot afecta preţul, volumul sau termenul de valabilitate al acestuia. Conform Codului B.V.B., art. 57 din Titlul III, în cazul în care este schimbat preţul sau este mărit volumul unui ordin, acesta va primi o nouă înregistrare temporală, astfel încât va fi retrogradat în ordinea de prioritate a executării ordinelor având acelaşi preţ la poziţia aferentă ordinelor emise la data şi ora modificării. În cazul în care este micşorat volumul sau modificat termenul de valabilitate al ordinului, acesta nu va primi o nouă înregistrare în timp și își va menține poziția în ordinea de prioritate a executării ordinelor. Ordinul de bursă poate fi executat de către sistemul de tranzacționare între momentul în care este transmis de către broker către sistemul de tranzacționare și momentul inițierii comenzii de modificare în cadrul sistemului.

Retragerea unui ordin de bursă, reglementată de art. 58 din Titlul III al Codului B.V.B. - operator de piață, este operațiunea prin care se elimină din sistem un ordin de bursă. Un ordin de bursă va fi retras obligatoriu atunci când se intenționează modificarea unor caracteristici esențiale, respectiv:

- sensul operațiunii (spre exemplu, se dorește înlocuirea unui ordin de vânzare cu unul de cumpărare);
- piața pe care este emis ordinul (ordinul va fi retras în mod obligatoriu de pe piața în care a devenit ordin de tranzacționare, nefiind posibilă translatarea ordinelor de pe o piață pe alta);
- instrumentul financiar (simbolul) care face obiectul ordinului (este evident că modificarea obiectului ordinului nu se poate realiza, fiind necesară reflectarea noului mandat special concretizat în ordinul de bursă care se referă la un alt instrument financiar într-un ordin de tranzacționare nou);
- contul pentru care s-a introdus ordinul (nu este posibilă modificarea contului, chiar atunci când aparține aceluiași investitor, fiind necesară retragerea ordinului și introducerea unui ordin nou, în contul pentru care s-a primit un nou mandat special prin intermediul ordinului de bursă).

Suspendarea ordinelor de bursă reprezintă o operațiune prin care ordinul de bursă este eliminat din Registrul Ordinelor, dar menținut în sistem ca ordin suspendat. Operațiunea de suspendare a unui ordin de bursă poate fi efectuată de agentul de bursă, angajat al intermediarului autorizat, sau după caz de B.V.B. Potrivit art. 59 alin. (3) din Codul B.V.B. - operator de sistem, Titlul III, ordinele de bursă suspendate nu sunt luate în considerare la determinarea celui mai bun preț de cumpărare sau vânzare. Un ordin suspendat poate fi modificat de către agentul de bursă în ceea ce privește volumul, prețul și termenul de valabilitate, fără a fi supus criteriilor de validare corespunzătoare, aplicabile pentru ordinele active în sistem. De asemenea, un ordin de bursă suspendat poate fi retras.

Reluarea unui ordin de bursă este operațiunea prin care un ordin suspendat este introdus din nou în Registrul Ordinelor. Conform art. 62 din Titlul III al Codului, la reluarea unui ordin, acesta este tratat ca un ordin nou și i se alocă la intrarea în Registrul Ordinelor o nouă înregistrare de timp. Ordinele de bursă suspendate care nu respectă criteriile de validare aplicabile ordinelor active în ședința curentă de tranzacționare (spre exemplu, nu se încadrează în limita de variație maximă pentru o ședință de tranzacționare) nu pot fi reluate.

2.10. Ordinele trebuie executate în condițiile cele mai favorabile pentru client

Executarea mandatului special de către intermediarul autorizat este supusă unei condiții care are valoarea de principiu: **asigurarea celei mai bune execuții a ordinului.**

Principiul este statuat în considerentul nr. 33 al Directivei 2004/39/CE (MiFID): „Este necesar a impune întreprinderilor de investiţii o **obligaţie efectivă de bună executare**, pentru a asigura că acestea execută ordinele clienţilor în condiţiile care le sunt cele mai favorabile. Aceasta ar trebui să se aplice întreprinderilor de investiţii care au obligaţii contractuale sau obligaţii de intermediar faţă de clienţii lor".

Directiva transpune acest principiu în cadrul art. 21, prezentat şi analizat mai sus, împreună cu elementele esenţiale care conturează aplicarea principiului celei mai bune execuţii[1].

Relevanţa aplicării principiului celei mai bune execuţii şi a adoptării de către intermediarii autorizaţi a unei politici de executare a ordinelor care să răspundă acestui deziderat influenţează în mod decisiv şi oferta de a contracta lansată de investitor prin intermediarul autorizat, ori dimpotrivă, acceptarea unei oferte preexistente în sistemul de tranzacţionare.

Secţiunea a 3-a. Acceptarea ofertei

În contul clienţilor (sau în contul intermediarului însuşi dacă este autorizat de C.N.V.M. în acest sens), dar în nume propriu, **intermediarii autorizaţi acceptă oferta de a contracta introducând în sistemul de tranzacţionare un ordin de bursă de sens contrar**, vizând aceleaşi instrumente financiare şi conţinând acelaşi preţ. Dacă volumul ordinului introdus la acelaşi palier de preţ cu ordinul de sens contrar (numărul de instrumente financiare) coincide cu volumul acestuia, atunci tranzacţia va consemna o acceptare totală a ofertei de a contracta. Dacă volumul ordinului prin este acceptată oferta este mai mare, atunci tranzacţia se încheie pentru numărul de instrumente financiare care a reprezentat oferta de a contracta, iar ordinul prin care a fost acceptată oferta devine, pentru restul de instrumente financiare, o ofertă de a contracta. Dacă volumul ordinului de acceptare a ofertei este mai mic, atunci tranzacţia se încheie pentru numărul de instrumente financiare din ordinul de bursă prin care s-a acceptat oferta, iar ordinul ce a constituit oferta de a contracta îşi menţine acest caracter până când este tranzacţionat şi restul de titluri.

Acordul de voinţă este format atunci când oferta de a încheia o tranzacţie bursieră este **acceptată, prin introducerea în sistemul de tranzacţionare a unui ordin de bursă care exprimă o poziţie juridică complementară** celei deţinute de investitorul în numele căruia a fost introdus în sistem ordinul ce reprezintă oferta de a contracta. Acest eveniment intervine, spre exemplu, atunci când un cumpărător acceptă un preţ de vânzare afişat în sistemul de tranzacţionare, de regulă cel mai mic preţ de vânzare afişat, însă dacă ordinul de vânzare respectiv are un volum redus, iar cumpărătorul intenţionează achiziţia unui număr mai mare de instrumente financiare ordinul de bursă de acceptare a ofertei poate să conţină un preţ superior celui mai mic preţ de vânzare, fiind executat la preţuri diferite.

Cu alte cuvinte, **un ordin de bursă poate reprezenta acceptarea mai multor oferte de a contracta.** În cazul în care, spre exemplu, un ordin de bursă de cumpărare conţine un preţ superior celui mai bun preţ exprimat în ordinele de vânzare afișate, oferta de a tranzacționa este acceptată pentru mai multe paliere de preț, începând cu cel mai mic preț de vânzare și terminând cu prețul exprimat în ordinul de cumpărare care a reprezentat acceptarea ofertei (preț superior celui mai mic preț de vânzare).

---

[1] În cadrul pct. 4.4. din Capitolul I al acestui titlu.

Secțiunea a 4-a. Promisiunea bilaterală de a încheia o tranzacție bursieră. Antecontractul de vânzare-cumpărare de acțiuni tranzacționate pe o piață reglementată sau într-un sistem multifuncțional de tranzacționare

Încheierea de antecontracte de vânzare-cumpărare având drept obiect instrumente financiare admise la tranzacționare pe o piață reglementată sau într-un sistem alternativ de tranzacționare nu este prohibită de lege. Impedimentul esențial al executării unor astfel de antecontracte constă în imposibilitatea legală de a obliga partea cocontractantă la executarea obligației asumate (de a cumpăra, respectiv de a vinde), în condițiile în care prețul acțiunii pe piața reglementată sau în sistemul alternativ nu permite efectuarea tranzacției datorită faptului că prețul din antecontract nu se încadrează în limita de variație maximă admisă pentru ziua în care părțile au prevăzut încheierea contractului de vânzare-cumpărare. După cum am arătat, un ordin de bursă este suspendat automat de sistemul de tranzacționare dacă nu se încadrează în limita de variație pentru ziua respectivă. Din aceste considerente, apreciem că acest antecontract poate fi încheiat doar sub **condiția suspensivă a încadrării prețului stabilit de părți în limitele de variație zilnică** prevăzute de reglementările legale pentru piața pe care se tranzacționează acțiunile ce fac obiectul antecontractului.

Obligația de înstrăinare asumată prin antecontract de către promitentul-vânzător nu poate să fie contrară dispozițiilor legale.

Odată cu lansarea de către vânzător a ordinului de vânzare într-un sistem multilateral de tranzacționare există posibilitatea, care nu poate fi înlăturată de nicio clauză contractuală, ca acțiunile să fie cumpărate de o altă persoană. Vânzarea acțiunilor se poate realiza, astfel cum am arătat mai sus, doar în sistemul în care au fost admise la tranzacționare, ordinul de vânzare al vânzătorului, dat la prețul convenit cu cumpărătorul, putând fi, teoretic, satisfăcut prin executarea altor ordine de cumpărare decât cel al promitentului-cumpărător.

Este imposibil ca un agent de servicii de investiții financiare care execută ordinul în cadrul unui sistem multilateral de tranzacționare să cunoască în momentul încheierii tranzacției cine este contrapartea clientului său.

Pentru încheierea unor astfel de tranzacții prenegociate există pe unele piețe un segment de piață, numit „*Deal*", care este rezervat tranzacțiilor care depășesc un anumit prag valoric (700.000 lei la Bursa de Valori București).

În absența unui astfel de segment de piață este dificil să fie încheiate tranzacții la prețuri prenegociate fără a se naște semne de întrebare cu privire la o potențială manipulare a pieței de capital. Prin încheierea unor tranzacții la anumite paliere de preț, substanțial diferite față de prețul care ar fi fost stabilit în temeiul legii naturale a cererii și a ofertei, pot fi transmise semnale false, înșelătoare celorlalți participanți la piaţă, conduită ce este prohibită de normele juridice care descriu manipularea pieţei de capital. Din acest considerent, este preferabil ca aceste tranzacţii să fie încheiate pe segmente diferite de piaţă sau pe pieţe de tip OTC, iar preţul lor să nu influenţeze direct preţul de referinţă al titlurilor respective (o influenţă indirectă este inevitabilă, datorită potenţialei reacţii subiective a celorlalţi investitori sau/şi intermediari care constată încheierea unor tranzacţii de tip „*deal*" la preţuri substanţial diferite de preţul înregistrat anterior).

Un alt factor care îngreunează încheierea tranzacţiilor prenegociate, întemeiate pe existenţa unei promisiuni bilaterale de vânzare-cumpărare, îl reprezintă existenţa unei limite zilnice de variaţie maximă a preţului. În situaţia în care preţul agreat de părţi şi consemnat în antecontract diferă substanţial de preţul de piaţă al acţiunii ce face obiectul negocierii prealabile, tranzacţia nu se va putea încheia decât în condiţiile în care preţul de piaţă „va fi adus" de către părţi, prin tranzacţii succesive, de-a lungul mai multor şedinţe de tranzacţionare, la nivelul convenit. Aceste operaţiuni trebuie considerate în principiu legitime, în cazul în care fie vânzătorul vinde din acţiunile ce le deţine, fie cumpărătorul începe să achiziţioneze acţiuni ale emitentului respectiv până când preţul de piaţă ajunge la nivelul prenegociat. Astfel, de efectele deciziei de a investi sau de a dezinvesti vor beneficia un număr indefinit de investitori, fiind astfel evitată inducerea acestora în eroare sau crearea unor bariere artificiale de preţ.

În cazul în care se decide înstrăinarea sau achiziţionarea unui pachet mai mare de acţiuni, de o anumită valoare, nu se poate realiza încheierea contractului de vânzare-cumpărare prin simpla introducere a unui ordin de bursă în piaţă, fiind necesară negocierea prealabilă între potenţialul vânzător şi potenţialul cumpărător. Pentru executarea unor astfel de tranzacţii cu pachete mari de acţiuni, este necesar să nu existe nicio limită maximă de variaţie zilnică, altfel, există în permanenţă riscul formulării unor acuzaţii privind manipularea pieţei de capital împotriva părţilor antecontractului care au decis să-şi îndeplinească obligaţiile contractuale. De aceea, susţinem *de lege ferenda* înlăturarea oricăror limite de variaţie maximă pe pieţele din România, cel puţin pe segmentele de piaţă „*deal*", segmente care trebuie să existe în mod necesar, întrucât ar fi o măsură de natură să încurajeze tranzacţionarea, să sporească lichiditatea şi să permită respectarea obligaţiilor asumate de către părţile unui antecontract de vânzare-cumpărare de acţiuni. Menţinerea acestor limite echivalează cu împiedicarea tranzacţionării unor pachete mai mari de acţiuni, fiind un grav atentat la principiul libertăţii contractuale.

Secţiunea a 5-a. Restricţii convenţionale ale aplicării consensualismului în cazul contractelor de vânzare-cumpărare de acţiuni nelistate

5.1. Dreptul de preempţiune

Dreptul de preempţiune reprezintă prerogativa preferenţială la cumpărare a unei persoane. Dreptul de preempţiune reprezintă o instituţie juridică precontractuală[1], care îşi poate avea sorgintea în lege sau în contract.

---

[1] *P. Malaurie, L. Aynes, P-Y. Gautier*, Contracte speciale, Ed. Wolters Kluwer, România, traducere a ed. a 3-a din limba franceză, coord. M. Şcheaua, 2009, p. 95.

Instituirea unui **drept de preempțiune** al acționarilor existenți în cazul în care unul dintre acționari intenționează să înstrăineze acțiuni ale societății emitente reprezintă o clauză destul de des întâlnită în actele constitutive. Acest drept special de preempțiune este posibil doar în cazul societăților neadmise la tranzacționare pe o piață reglementată sau în cadrul unui sistem alternativ de tranzacționare, întrucât, în cazul acțiunilor listate, o asemenea prevedere statutară ar intra în conflict cu caracterul negociabil al acțiunii, privită ca valoare mobiliară [art. 2 pct. 33 lit. a) din Legea nr. 297/2004]. De asemenea, existența unui drept de preempțiune în cazul unor acțiuni listate în cadrul unui sistem alternativ de tranzacționare sau chiar pe o piață de tip OTC ar îngreuna considerabil tranzacționarea acestora, fiind vădit împotriva spiritului liberei negociabilități.

În mod concret, acest drept de preempțiune (similar cu cel prevăzut, până la adoptarea Legii nr. 247/2005 privind reforma în domeniile proprietății și justiției, precum și unele măsuri adiacente[1], de Legea fondului funciar nr. 18/1991[2] și de Legea privind circulația juridică a terenurilor nr. 54/1998, abrogată, în cazul terenurilor agricole extravilane) incumbă o obligație corelativă în sarcina acționarului care dorește să-și înstrăineze o parte sau toate acțiunile emitentului, de a-i înștiința pe ceilalți acționari cu privire la intenția sa. Este necesar ca acționarul-vânzător să precizeze în notificarea respectivă (pot fi stabilite anumite modalități de înștiințare a celorlalți acționari, fie personal, cu scrisoare recomandată, fie prin publicare într-un cotidian național de largă răspândire etc.) numărul acțiunilor pe care le înstrăinează și prețul acestora.

Acționarii existenți vor avea dreptul, într-un anumit termen, să îi ceară vânzătorului să le vândă lor acțiunile în condiții similare cu cele prevăzute în notificarea de vânzare. După expirarea acestui termen, acționarul-vânzător va fi liber să înstrăineze acțiunile oricărei alte persoane.

Clauza privind dreptul de preemțiune poate reprezenta un mijloc util pentru acționari de a-și mări participația în societate, permițând totodată păstrarea echilibrului între grupurile de acționari, atunci când un membru al unui grup se retrage din societate[3].

În legislația noastră există în cazul vânzării acțiunilor deținute de stat la societăți comerciale declarate închise conform legislației pieței de capital un drept special de preempțiune, izvorât din Legea nr. 137/2002 privind unele măsuri pentru accelerarea privatizării[4], al celorlalți acționari. Acest drept, numit în art. 47 din lege drept de preferință (a nu se confunda cu dreptul de preferință ce se naște în cazul majorării capitalului social), trebuie exercitat în termen de maxim 15 zile de la data publicării intenției de vânzare de către instituția publică implicată (instituția care exercită prerogativele dreptului de proprietate asupra acțiunilor – Autoritatea pentru Valorificarea Activelor Statului, Ministerul Economiei și Comerțului etc.). În cazul în care se exercită dreptul de preempțiune, dar nu se ajunge la perfectarea vânzării, instituția publică implicată va putea vinde acțiunile deținute către terți.

---

[1] M.Of. nr. 653 din 22 iulie 2005.

[2] Republicată în M.Of. nr. 1 din 5 ianuarie 1998.

[3] *Ph. Merle*, op. cit., 1990, p. 266.

[4] M.Of. nr. 215 din 28 martie 2002.

5.2. Clauza de agrement

Impunerea unei obligaţii de informare şi de obţinere a aprobării din partea unui organ al societăţii cu privire la intenţia de cumpărare sau de vânzare a acţiunilor emitentului este posibilă doar în cazul societăţilor nelistate.

O astfel de obligaţie poate fi legată şi de exercitarea dreptului de preemţiune de către ceilalţi acţionari. În doctrina comercială, aceste clauze din statute sau actele constitutive referitoare la obţinerea aprobării unui organ al societăţii în cazul cesiunii acţiunilor au fost denumite **„clauze de agrement"**.

Această obligaţie de obţinere a aprobării din partea unui organ social în vederea cesiunii se poate justifica prin necesitatea verificării îndeplinirii condiţiilor legale sau statutare de către cumpărător pentru a deveni acţionar al societăţii.

Instituirea obligaţiei de informare şi de obţinere a încuviinţării conducerii societăţii cu privire la intenţia de vânzare sau de cumpărare poate reprezenta un instrument important în mâinile conducerii societăţii, care poate interveni până să se încheie actul de cesiune în vederea deturnării intenţiilor vânzătorului sau ale cumpărătorului. Spre exemplu, un administrator care urmăreşte preluarea societăţii, aflând că un acţionar doreşte să-şi vândă acţiunile, îl poate determina pe acesta să-i înstrăineze lui, direct sau indirect, prin persoane interpuse, aceste acţiuni.

S-a menţionat[1] că obligaţia de a supune transmiterea acţiunilor aprobării unui organ al societăţii reprezintă un atentat grav la principiul liberei negociabilităţi a acţiunilor.

Această clauză conferă totodată un pronunţat caracter *intuitu personae* actului constitutiv sau statutului societăţii. În acelaşi timp, se poate spune că această prevedere statutară permite conservarea unui caracter familial sau naţional al societăţii[2] şi evită imixtiunea străinilor indezirabili[3].

Consecinţa negativă a acestei clauze de agrement este aceea că un acţionar poate rămâne „prizonier al titlurilor sale" în situaţia în care nu găseşte un cumpărător agreat de organul societar competent conform statutului să autorizeze cesiunea.

Legea franceză permite acţionarilor să stabilească prin actul constitutiv anumite clauze de agrement, sub condiţia protecţiei drepturilor acţionarilor minoritari[4]. În cazul în care este prevăzută o clauză de agrement în actul constitutiv şi societatea refuză să îşi dea acordul cu privire la cesionarul propus de acţionarul-vânzător, art. 275 din Legea din 1966 prevede obligaţia consiliului de administraţie de a-i propune cedentului un alt acţionar sau un terţ drept cumpărător al acţiunilor respective. În acelaşi timp, societatea poate să îi propună acţionarului-vânzător să achiziţioneze ea însăşi propriile acţiuni. Această ofertă trebuie exercitată în termen de trei luni de la data emiterii notificării prin care s-a exprimat refuzul acceptării cesionarului propus de acţionarul-vânzător.

În legislaţia română nu există nicio prevedere legală de drept comun referitoare la clauza de agrement, în principiu inserarea unor prevederi de acest gen în actele constitutive ale societăților închise nefiind nelegală[1]. În Legea nr. 137/2002 privind unele măsuri pentru accelerarea privatizării se face referire la efectele unor eventuale clauze de agrement din actele constitutive ale societăților comerciale la care statul deține participații. Astfel, în cazul în care este necesar, conform actului constitutiv, acordul celorlalți acționari în vederea vânzării acțiunilor deținute de stat, acest acord nu poate fi refuzat mai mult de trei ori consecutiv.

---

[1] *Ph. Merle*, op. cit., 1990, p. 260.

[2] Ibidem, p. 261.

[3] *Ph. Merle*, op. cit., 2007, p. 372

[4] *Ph. Merle*, op. cit., 1990, p. 261.

Secțiunea a 6-a. Viciile de consimțământ în materia vânzării acțiunilor

Viciile de consimțământ sunt greu de probat în această materie, atâta vreme cât consimțământul clientului-investitor este exteriorizat, în mod obligatoriu, sub forma unor ordine de bursă pe suport de hârtie semnate de către clientul-investitor, ori transmise telefonic și înregistrate, ori transmise prin email sau prin interfața website-ului intermediarului și stocate de acesta.

Există numeroase situații însă, în care nu sunt respectate de către intermediari obligațiile legale de înregistrare pe suport material sau audio a voinței juridice a investitorului, astfel încât se naște problema dovedirii conținutului manifestării de voință cu alte mijloace de probă. Nu vom lua desigur în discuție chestiunea falsificării înregistrărilor pe suport de hârtie sau electronic, a denaturării prin intermediul unei infracțiuni a voinței investitorului, limitându-ne la aspectele de drept privat ale încheierii tranzacției, în speță la viciile de consimțământ.

Problema **violenței**, viciu de consimțământ descris de art. 1216 NCC, nu considerăm că merită o analiză aparte din perspectiva dreptului societar sau a dreptului pieței de capital. Relațiile sociale create în domeniul comercial, în general și pe piața de capital, în special, sunt caracterizate de alterări ale consimțământului care exclud, în principiu, amenințarea psihică sau fizică. De aceea, nu pot fi identificate caracteristici proprii ale regimului juridic al violenței în raporturile juridice care au ca obiect transmiterea dreptului de proprietate asupra acțiunilor listate sau nelistate.

6.1. Eroarea

Eroarea - falsa reprezentare a realității la încheierea unui act civil[2] este viciul de consimțământ care, teoretic, poate interveni cel mai frecvent în cazul contractelor de vânzare-cumpărare de acțiuni, îndeosebi în situația celor tranzacționate pe piața de capital, într-un sistem multilateral de tranzacționare.

În cazul acțiunilor nelistate, formalismul transmiterii dreptului de proprietate, limitează posibilitatea producerii unor erori din partea cocontractanților, șanse mai ridicate putând exista în cazul acțiunilor la purtător, emise în formă materială, dreptul de proprietate asupra lor transferându-se prin tradițiunea clasică, prin remiterea materială a suportului de hârtie. În cazul acțiunilor nominative nelistate, cerința declarației efectuate în registrul acționarilor pentru realizarea transmiterii dreptului de proprietate, este de natură să elimine în foarte mare măsură riscurile intervenirii unei erori, fie că vorbim de eroare gravă, fie de eroare obstacol.

---

[1] În cazul societăților listate, o astfel de clauză de agrement ar încălca caracterul liber negociabil al acțiunii.

[2] *Gh. Beleiu*, op. cit., p. 145.

În ceea ce privește consecințele juridice ale încheierii unui contract de vânzare-cumpărare în condițiile în care consimțământul unuia dintre cocontractanți este afectat de viciul erorii, rațiuni care țin de stabilitatea circuitului juridic și a piețelor financiare, în special, în cazul tranzacției bursiere, impun evitarea, pe cât posibil, a invalidării actului juridic. Principiul potrivit căruia trebuie asigurată stabilitatea și certitudinea relațiilor contractuale[1] își găsește o viguroasă aplicare în situația tranzacțiilor bursiere.

Este de menționat că Noul Cod civil face vorbire de anulabilitate în cazul erorii, terminologie ce exclude posibilitatea declarării nulității absolute. Dispozițiile art. 1207 alin. (1) NCC restrâng considerabil față de vechea reglementare sfera de incidență a acestui viciu de consimțământ: „Partea care, la momentul încheierii contractului, se afla într-o eroare esențială poate cere anularea acestuia, dacă cealaltă parte știa sau, după caz, trebuia să știe că faptul asupra căruia a purtat eroarea era esențial pentru încheierea contractului".

De altfel, art. 1251 NCC menționează anulabilitatea contractului atunci când consimțământul a fost viciat, fără a permite nicio interpretare care ar putea conduce la declararea nulității absolute, astfel cum vechiul text a îngăduit pentru viciul descris de doctrina și jurisprudența dezvoltată în lumina Codului civil din 1864 ca fiind „eroarea obstacol".

Noul Cod civil menționează numai „eroarea esențială", categorie ce cuprinde toate formele de eroare recunoscute de vechiul cod:

- eroarea asupra naturii (*error in negotium*) sau obiectului contractului (*error in substantiam*);
- eroarea asupra identității obiectului prestației sau asupra unei calități a acestuia ori asupra unei alte împrejurări considerate esențiale de către părți în absența căreia contractul nu s-ar fi încheiat (*error in corpore*);
- eroarea asupra identității persoanei sau asupra unei calități a acesteia în absența căreia contractul nu s-ar fi încheiat (*error in personam*).

Noul Cod introduce și eroarea de drept, care intervine atunci când privește o normă juridică determinantă [art. 1207 alin. (3) NCC], neintervenind însă în cazul normelor legale accesibile previzibile [art. 1208 alin. (2) NCC].

Eroarea ar trebui să conducă la anularea contractului de vânzare-cumpărare, conform normelor legale de drept comun. Argumentându-se că eroarea asupra obiectului privește în ultimă instanță relațiile dintre părțile contractante, nefiind vorba de lezarea unui interes public[2], în doctrină s-a susținut că mai potrivită ar fi sancțiunea nulității relative, cei afectați putând fie să ceară anularea actului, fie să-l confirme, „după cum le dictează interesele în fiecare caz în parte"[3].

În aceste circumstanțe, o precizare extrem de importantă este aceea că, pe piața de capital, de regulă, eroarea ca viciu de consimțământ al unui investitor, contraparte în tranzacția bursieră, nu conduce la anularea tranzacției, ci, eventual, la anularea ordinului de bursă, act juridic prin care este pus în executare contractul de mandat dintre investitorul-mandant şi intermediarul autorizat-mandatar.

---

[1] *B. Starck, H. Roland, L. Boyer*, Droit civil. Obligations. Contract, III e editions, Ed. Litec, Paris, 1989, p. 159.

[2] *Fr. Terré, Ph. Simler, Yv. Lequette*, Droit civil. Les obligations, Dalloz, 2005, Paris, p. 233.

[3] *Gh. Beleiu*, op. cit., p. 145.

În principiu, tranzacţia bursieră este invalidată numai în situaţia în care este vorba de o eroare umană de introducere a ordinului de tranzacţionare în sistemul de tranzacţionare, faptă ce aparţine întotdeauna agentului de bursă, salariat al intermediarului autorizat sau de o eroare de transmitere a ordinului de la investitor sau mandatarul acestuia (custode, alt broker etc.) către intermediarul care execută tranzacţia.

Este de remarcat faptul că Noul Cod civil tinde să restrângă pe cât posibil cazurile în care ar putea interveni anulabilitatea, dând prioritate salvgardării contractului, Dispoziţiile art. 1208 alin. (1) prevăd că nu poate fi anulat contractul dacă faptul asupra căruia a purtat eroarea putea fi, după împrejurări, cunoscut cu diligenţe rezonabile. Stabilirea ariei de cuprindere a noţiunii „diligenţe rezonabile" rămâne, din păcate, la aprecierea subiectivă a fiecărei instanţe.

În ceea ce priveşte prevederile art. 1213 NCC referitoare la adaptarea contractului atunci când contrapartea celui îndreptăţit să invoce eroarea declară disponibilitatea sa de a executa contractul astfel cum a fost înţeles de cel aflat în eroare, apreciem că îşi găsesc extrem de greu incidenţa în raporturile juridice încheiate pe piaţa de capital. Motivul esenţial îl reprezintă celeritatea încheierii tranzacţiilor bursiere, absenţa unui interval minim rezonabil de timp care să permită cocontractantului acordul său pentru adaptarea contractului. Al doilea motiv esenţial care face inaplicabile aceste dispoziţii legale constă în standardizarea contractelor încheiate pe piaţa de capital, absenţa posibilităţii de negociere a majorităţii clauzelor. Desigur, în cazul în care, spre exemplu, un investitor comite o eroare cu privire la natura actului juridic încheiat în contul său, tranzacţie în marjă sau tranzacţie propriu-zisă, părţile, respectiv intermediarul autorizat-comisionar şi investitorul-client pot conveni adaptarea raporturilor juridice dintre ele, clientul emiţând un nou ordin de bursă care să reflecte adevărata sa voinţă juridică, iar tranzacţia asupra căreia a fost în eroare urmând a-şi produce efectele asupra intermediarului autorizat. O asemenea soluţie nu este în deplină concordanţă cu cea vizată de art. 1212 NCC, întrucât contractul asupra căruia a intervenit eroarea a fost deja executat.

Complexitatea normelor juridice aplicabile operaţiunilor încheiate pe piaţa de capital ar putea atrage, în orice împrejurare, în viziunea unor instanţe nepregătite, fie incidenţa art. 1208 alin. (1), fie pe cea a art. 1207 alin. (3). Este adevărat că invocarea abuzivă a erorii de către un investitor pe temeiul imposibilităţii înţelegerii şi necunoaşterii unor prevederi importante ale legislaţiei pieţei de capital ar putea fi paralizată graţie principiului bunei-credinţe, reliefat şi de dispoziţiile art. 1212 NCC în materia erorii.

6.1.1. Eroarea asupra naturii contractului - *error in negotio*

Pe piaţa de capital se încheie în majoritatea covârşitoare a cazurilor contracte de vânzare-cumpărare, iar numai în mod excepţional, în baza unor proceduri speciale, alte tipuri de contracte, astfel încât apare a fi cvasi-exclusă ideea unei erori *in negotio*. Orice persoană cu discernământ nealterat care efectuează tranzacţii pe piaţa de capital cunoaşte de regulă că încheie acte juridice cu titlu oneros, translative de proprietate.

Cu toate acestea, este posibil ca un investitor să fie în eroare cu privire la tipul de contract de vânzare-cumpărare încheiat pe piaţa de capital. O astfel de eroare nu este imposibil să apară în condiţiile în care pot fi încheiate tranzacţii în marjă, în cadrul cărora investitorul nu vinde titlurile pe care le are în patrimoniu, ci instrumente împrumutate sau nu cumpără conform resurselor sale financiare, ci, fiind împrumutat de intermediar sau de o bancă, achiziţionează de câteva ori mai multe titluri decât ar fi putut conform fondurilor sale proprii. Cu alte cuvinte, este posibil ca investitorul să confunde încheierea unei tranzacţii în marjă (în care transmite titluri sau bani împrumutaţi şi îşi asumă un risc superior sumei investite) cu încheierea unei tranzacţii propriu-zise, în cadrul căreia riscul este limitat la suma investită.

Aşadar, dacă în cazul acţiunilor nelistate *error in negotio* este mai greu de conceput, în situaţia celor tranzacţionate într-un sistem multilateral de tranzacţionare, riscul incidenţei unei astfel de erori este considerabil mai mare.

Investitorul încheie întotdeauna acte juridice pe piaţa de capital prin mijlocirea unui intermediar autorizat, care are rolul de mandatar. Acesta poate să presteze o gamă largă de servicii de investiţii financiare (descrise în dreptul român în art. 5 din Legea nr. 297/2004), printre care nu numai preluarea de ordine de tranzacţionare şi încheierea de tranzacţii în contul său, ci şi acordarea de credite sau împrumuturi de instrumente financiare unui investitor, în vederea executării unor tranzacţii cu instrumente financiare, în care respectiva societate de servicii de investiţii financiare este implicată în tranzacţii [art. 5 alin. (1) pct. 2 lit. c) din Legea nr. 297/2004].

O tranzacţie bursieră poate fi încheiată de intermediar în contul clientului, fie exclusiv în baza fondurilor băneşti transmise de acesta, în ipoteza în care are calitatea de cumpărător sau în baza instrumentelor financiare aflate în contul de client, atunci când investitorul are poziţia de vânzător, fie în temeiul unor fonduri sau titluri împrumutate. În acest din urmă caz, va fi deschis un cont în marjă investitorului prin intermediul căruia vor fi executate tranzacţii pe seama acestuia pe piaţa la vedere sau pe piaţa la termen.

Tranzacţiile în cadrul cărora investitorul este împrumutat de intermediarul autorizat sau de un terţ (de regulă o bancă sau o societate de investiţii) se încheie în baza unui contract pentru tranzacţii în marjă (reglementat de art. 195 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006[1] în legislaţia română).

Atunci când sunt executate astfel de tranzacţii **pe piaţa la termen**, investitorul, încheind **contractul pentru tranzacţii în marjă**, este mai puţin supus riscului unei confuzii între operaţiunile efectuate prin intermediul contului propriu-zis şi cele prin intermediul contului în marjă, întrucât este vorba de locuri diferite de executare a tranzacţiilor. În absenţa unei informări adecvate din partea intermediarului acest risc nu este însă exclus. Un investitor care emite un ordin de bursă poate avea reprezentarea că tranzacţia se va executa pe piaţa la vedere folosindu-se lichidităţile pe care le are în contul de client, în timp ce intermediarul poate să cumpere instrumentele ce fac obiectul ordinului prin contul în marjă la termen. O astfel de imprecizie are mai mari şanse să intervină în situaţia ordinelor transmise telefonic şi în contextul în care raporturile juridice pe o piaţă de capital lichidă se încheie cu celeritate sporită.

---

[1] M.Of. nr. 103 bis din 12 februarie 2007.

Mult mai ridicat este însă riscul unei confuzii între conturile prin intermediul cărora se efectuează tranzacţiile, deschise la intermediarul autorizat, în cazul în care operaţiunile se încheie pe aceeaşi piaţă, de regulă **pe piaţa la vedere**. Atunci când un client-investitor tranzacţionează pe piaţa la vedere atât printr-un cont propriu-zis, cât şi printr-un cont în marjă, prin intermediul aceluiaşi intermediar, este foarte posibil ca agentul de servicii financiare să înţeleagă în mod eronat intenţia investitorului. Tot astfel, este posibil ca investitorul să înţeleagă în mod greşit sfatul brokerului cu privire la încheierea unei operaţiuni şi să considere că va încheia o tranzacţie pe piaţa spot (la vedere), cu lichidităţile din cont, pe când în realitate tranzacţia propusă de broker, asupra căreia şi-a dat acordul formal, să fie executată prin contul în marjă, în temeiul unui împrumut acordat de intermediarul autorizat.

Această confuzie poate să producă consecinţe patrimoniale deosebite pentru investitor. Riscul tranzacţionării în marjă este exponenţial faţă de tranzacţionarea propriu-zisă, întrucât prin acest procedeu o persoană investeşte practic o sumă mult mai mare decât cea pe care o deţine. Potrivit dispoziţiilor art. 196 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, la deschiderea contului în marjă clientul trebuie să depună o garanţie reprezentând cel puţin 50% din valoarea valorilor mobiliare ce urmează a fi achiziţionate în marjă, iar pe parcursul derulării contractului marja minimă ce trebuie să fie menţinută este, conform art. 198 din aceeaşi reglementare, de minim 25% din valoarea curentă de piaţă a valorilor mobiliare cumpărate în baza creditului acordat sau împrumutate pentru decontarea vânzărilor în lipsă şi a dobânzilor şi comisioanelor aferente. Pe alte pieţe, din afara României sau în alte domenii (cum ar fi de exemplu, cel al tranzacţionării valutelor, sistemul forex) limitele maxime ale marjelor sunt mai reduse.

În aceste condiţii, o eventuală evoluţiei a preţului instrumentului financiar, care a făcut obiectul tranzacţiei în marjă, în sens contrar celui estimat de investitor, îi produce o pierdere aferentă unei investiţii integrale şi nu doar parţiale, la nivelul marjei constituite. Spre exemplu, un cumpărător în marjă, care a avansat doar 25% din valoarea titlurilor, la o scădere ulterioară a preţului, va suporta riscul deprecierii tuturor instrumentelor financiare cumpărate şi nu doar a unui sfert din ele (la o investiţie de 1000 lei în 4000 de acţiuni X cumpărate în marjă, la o valoare totală de piaţă de 4000 de lei, o scădere ulterioară cu 10% a valorii acestora pierderea investitorului, pe lângă comisioanele şi dobânzile plătite intermediarului, va fi de 4000 x 10% = 400 lei. Teoretic, la orice scădere peste nivelul procentual al marjei, un cumpărător în marjă este obligat să transfere fonduri suplimentare intermediarului, întrucât norma din cadrul art. 198 sus-menţionată impune menţinerea în permanenţă în contul în marjă al investitorului a unor valori mobiliare sau bani reprezentând cel puţin 25% din valoarea curentă de piaţă a valorilor mobiliare respective. În aceste condiţii, orice scădere a preţului unor valori mobiliare cumpărate în marjă naşte obligaţia investitorului de a vira noi sume către intermediar pentru reconstituirea marjei de valori mobiliare la nivelul minim de 25%, întrucât valoarea titlurilor scăzând nu mai reprezintă 25% din împrumutul acordat. Mult mai ridicat este riscul în ipoteza în care marja solicitată de intermediar este mai redusă (de 5% sau chiar mai mică), desigur şi şansele de câştig, în ipoteza unei evoluţii pozitive sunt sensibil mai ridicate.

Eroarea poate să intervină şi în sens invers, desigur. Investitorul are impresia că intermediarul a utilizat în tranzacţie contul său în marjă, însă, în realitate, a fost folosit contul de client propriu-zis. În această situaţie, orice creştere a valorii titlurilor cumpărate va limita profitul investitorului la suma investită.

Este de precizat că o eroare asupra naturii contractului, mai exact asupra contului utilizat este posibilă şi în cazul vânzărilor în lipsă de instrumente financiare, chiar dacă aceste operaţiuni sunt tranzacţii în marjă, efectuate pe baza împrumutului de valori. Un investitor poate să deţină în portofoliu un anumit instrument financiar, însă din comunicarea cu brokerul să nu rezulte că doreşte înstrăinarea acestuia, ci intenţionează să iniţieze vânzarea în lipsă în baza unor instrumente ale aceluiaşi emitent împrumutate. De altfel, acest gen de tranzacţii definesc operaţiunea de „*hedging*", care vizează acoperirea riscului. Indiferent de evoluţia preţului unui instrument financiar, investitorul, deţinând în portofoliu instrumentul şi iniţiind în acelaşi timp vânzarea sa în lipsă, nu va suporta riscul unei deprecieri, putând înregistra profit, mai redus este adevărat, în funcţie de valoarea la care a cumpărat, respectiv a vândut în lipsă titlurile respective (valorile pot fi desigur diferite). „Neînţelegerea" dintre investitor şi broker cu privire la contul care este contrapartea tranzacţiei reprezintă o eroare evidentă asupra naturii contractului.

În aceste condiţii, o eroare asupra naturii contractului încheiat, falsa reprezentare asupra faptului că a fost utilizat în tranzacţie contul în marjă şi nu contul propriu-zis de client sau invers, poate avea consecinţe patrimoniale deosebit de grave pentru investitor în cazul în care evoluţia preţului este în sens contrar celui estimat.

Trebuie subliniat şi faptul că *erorr in negotio* în cazul tranzacţiilor încheiate pe piaţa de capital are o fizionomie aparte, ce ţine de modalitatea încheierii raporturilor juridice pe piaţa de capital. Avem în vedere, desigur, faptul că investitorul intră în raporturi juridice numai cu intermediarul său şi nu şi cu cocontractantul. Astfel, în cazul tranzacţiilor de cumpărare încheiate pe piaţa spot, cocontractantului investitorului aflat în eroare, respectiv vânzătorul, nu va cunoaşte şi nu-l va interesa dacă din perspectiva cumpărătorului este vorba de o tranzacţie în marjă sau nu.

Pentru vânzător este deci indiferent dacă cel care a cumpărat instrumentele respective a încheiat o tranzacţie în marjă sau nu.

În cazul vânzărilor în lipsă, potrivit dispoziţiilor art. 204 alin. (3) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/206 intermediarul trebuie să specifice clar în momentul executării unui ordin de acest gen pe piaţa reglementată că este vorba de o vânzare în lipsă. În aceste condiţii, contrapartea în tranzacţia respectivă va avea posibilitatea să cunoască natura contractului încheiat de contrapartea sa. Din perspectiva cumpărătorului natura tranzacţiei nu va fi însă diferită.

În consecinţă, în cazul tranzacţiilor încheiat pe piaţa de capital, tranzacţiile pot avea naturi diferite pentru aceiaşi cocontractanţi: pentru un investitor poate fi o tranzacţie în marjă, iar pentru contrapartea sa o tranzacţie propriu-zisă. Natura aceleiaşi tranzacţii poate fi diferită aşadar pentru cei doi cocontractanţi şi aceasta este o consecinţă a particularităţii tranzacţiilor încheiate pe piaţa de capital, constând în faptul că investitorii nu intră în raporturi juridice unul cu altul, ci doar cu intermediarii lor.

Având în vedere şi acest aspect şi ţinând cont şi de faptul că o eroare poate avea efecte pozitive asupra patrimoniului unui investitor, fără a vătăma contrapartea sa sau vreun terţ, în cazul în care evoluţia preţului este în sensul estimat, sancţiunea oportună pentru astfel de eroare este nulitatea relativă, astfel cum a ales şi legiuitorul anului 2009 pentru situaţiile în care este aplicabil dreptul comun.

6.1.2. Eroarea asupra identităţii obiectului – *error in substantiam*

Eroarea asupra categoriei acţiunilor tranzacţionate. Eroarea cu privire la calităţile substanţiale ale obiectului, în cazul contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni, poate viza drepturile accesorii conferite de acţiunile achiziţionate.

Potrivit art. 95 din Legea nr. 31/1990, pot fi emise acţiuni preferenţiale cu dividend prioritar fără drept de vot, care conferă titularului dreptul la un dividend prioritar prelevat asupra beneficiului distribuibil al exerciţiului financiar, înaintea oricărei alte prelevări, celelalte drepturi recunoscute acţionarilor cu acţiuni ordinare, inclusiv dreptul de a participa la adunarea generală, dar nu conferă dreptul de vot.

O parte a unei tranzacţii bursiere sau a unui contract de vânzare-cumpărare de acţiuni nelistate, care are calitatea de cumpărător, poate, teoretic, să fie în eroare asupra clasei acţiunilor din care fac parte titlurile respective, crezând că achiziţionează acţiuni obişnuite el cumpără de fapt acţiuni cu dividend prioritar fără drept de vot sau invers.

În practică, nu există nicio interdicţie cu privire la admiterea la tranzacţionare pe o piaţă reglementată sau într-un sistem alternativ de tranzacţionare a acţiunilor cu dividend prioritar, astfel încât o astfel de eroare este posibilă şi în cazul tranzacţiilor încheiate pe piaţa de capital.

6.1.3. Eroarea asupra identităţii obiectului prestaţiei – *error in corpore*

Cu şanse reale de apariţie, eroarea asupra obiectului contractului (*error in corpore*) poate viza, teoretic, atât tipul instrumentului financiar emis de un emitent, respectiv acţiuni, obligaţiuni, instrumente derivate, certificate de depozit etc., dar, mai ales, poate constitui o reprezentare falsă asupra emitentului acţiunii.

O eroare asupra obiectului în cazul tranzacţiilor încheiate cu acţiuni este dată de confuzia investitorului asupra identităţii instrumentelor financiare cumpărate.

O astfel de eroare poate îmbrăca două forme:

- fie este vorba de o confuzie cu privire la instrumentul financiar tranzacţionat, spre exemplu, în loc să achiziţioneze acţiuni, investitorul cumpără obligaţiuni convertibile, certificate de depozit sau alte instrumente financiare care pot să fie transformate în acţiunile vizate, în funcţie de îndeplinirea anumitor condiţii; desigur, o eroare mult mai grosolană o reprezintă, confuzia între acţiuni şi alte instrumente financiare care nu au nicio legătură cu respectivele acţiuni, care nu pot fi convertite în acţiunile vizate de investitor;
- fie este vorba de o confuzie în privinţa numelui emitentului acţiunilor pe care investitorul doreşte să le achiziţioneze.

În ipoteza în care, spre exemplu, un investitor doreşte să vândă certificate de depozit (care îi dau dreptul la scadenţă să achiziţioneze un anumit număr de acţiuni ale unui emitent), dar are în portofoliu şi acţiuni ale aceluiaşi emitent este posibil să se creeze o confuzie în comunicarea sa cu intermediarul autorizat, astfel încât acesta să înstrăineze din contul investitorului acţiunile şi nu certificatele de depozit. Aceeaşi eroare se poate produce şi în cazul unei operaţiuni de cumpărare. Nici acest gen de eroare nu va produce riscuri cu privire la validitatea tranzacţiei, ci, eventual, va lipsi de efecte juridice ordinul de bursă, tranzacţia urmând a fi considerată că a fost încheiată în contul intermediarului autorizat (societate de servicii de investiţii financiare sau bancă).

Tot în categoria *error in corpore* poate fi încadrată şi confuzia investitorului asupra emitentului acţiunilor pe care doreşte să le tranzacţioneze. O astfel de confuzie este posibilă în special în cazul ordinelor transmise telefonic, datorită faptului că, în practică, în limbaj bursier, din raţiuni ce ţin de rapiditatea exprimării, se utilizează simbolurile emitenţilor şi nu denumirea lor completă. Aceste simboluri reprezintă grupări de două trei sau patru litere, care aveau sonorităţi asemănătoare, putând fi confundate uşor. O altă eroare din aceeaşi categorie se poate produce atunci când investitorul are o falsă reprezentare asupra simbolului bursier al acestuia, el crezând că achiziţionează sau vinde acţiuni ale unui anumit emitent, iar brokerul, bazându-se pe simbolul enunţat de investitor, realizează tranzacţia cu privire la un alt emitent, căruia îi aparţine respectivul simbol.

6.1.4. Eroarea asupra cuantumului preţului sau a numărului instrumentelor financiare

Jurisprudenţa franceză a recunoscut o situaţie aparte în care intervine eroarea asupra identităţii obiectului, aceea a **reprezentării false asupra preţului** unui contract de vânzare-cumpărare[1]. O astfel de situaţie nu trebuie confundată cu eroarea asupra valorii bunului, aceasta fiind încadrată în categoria erorilor indiferente, întrucât în acest caz acordul părţilor asupra preţului este îndeplinit, chiar dacă una dintre părţi consideră că valoarea reală este alta[2]. Potrivit art. 1210 NCC, simpla eroare de calcul nu atrage anularea contractului, ci numai rectificarea, afară de cazul în care, concretizându-se într-o eroare asupra cantităţii, a fost esenţială pentru încheierea contractului. Eroarea de calcul trebuie corectată la cererea oricăreia dintre părţi.

O eroare asupra preţului unui bun sau serviciu intervine atunci când se produce o trecere de la o monedă la alta (spre exemplu de la franc la euro) sau are loc o denominare a monedei (spre exemplu trecerea de la leul vechi la „leul greu").

Pe piaţa de capital, astfel de erori sunt posibile datorită celerităţii încheierii tranzacţiilor şi ele pot fi comise cu privire la preţul instrumentelor financiare, dar şi cu privire la numărul instrumentelor ce fac obiectul unei tranzacţii.

Un alt tip de eroare ce ar putea fi încadrată în categoria erorilor asupra identităţii obiectului constă în falsa reprezentare asupra preţului sau numărului instrumentelor financiare datorită modalităţii de delimitare a zecimalelor. În sistemul anglo-american, utilizat în toate programele informatice destinate a servi platformelor de tranzacţionare din întreaga lume, inclusiv din România, zecimalele sunt înscrise după punct, în timp ce cifra zecilor de mii se desparte de cifra miilor prin virgulă (tot astfel, cifra milioanelor se desparte prin virgulă de cifra sutelor de mii etc.). În sistemul românesc, zecimalele se despart de cifra unităților prin virgulă, în timp ce cifra zecilor de mii se desparte de cifra miilor prin punct. Riscul unei confuzii este extrem de mare, mai ales pentru o persoană (broker sau investitor) care utilizează frecvent și sistemul românesc.

---

[1] Cass. com., 14 ianuarie 1969, R.T.D. civ., 1969 observaţii J. Loussouarn, citată în *L. Pop*, Tratat de drept civil. Obligaţiile, vol. II, Contractul, Ed. Universul Juridic, 2009, Bucureşti, p. 237.

[2] *L. Pop.*, op. cit., p. 237.

Este limpede că și în acest caz avem de-a face cu o eroare asupra identității obiectului, care afectează patrimoniul investitorului numai în situația în care confuzia îi aparține și a transmis ordinul de bursă către agentul de servicii de investiții financiare, în mod eronat, conținând un alt număr de instrumente financiare sau un alt preț decât cele dorite. Altfel, răspunderea îi revine integral intermediarului.

În cazul unei erori inserate în ordinul de bursă, problema nulității/anulării tranzacției nu se va putea, în principiu ridica, ci va fi necesară o soluționare a problemei în cadrul raportului juridic creat între investitor și intermediar, întrucât va fi vorba de o chestiune ce ține de executarea mandatului. Așadar, problema care se va ridica este aceea a invalidării, pe temeiul erorii asupra identității obiectului, a ordinului de bursă, expresie a contractului general de mandat încheiat între investitor și intermediar. Obligațiile de informare legale ale intermediarului au rolul de a limita pe cât posibil riscul apariției unor astfel de situații, astfel, potrivit art. 119 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, intermediarul trebuie să furnizeze clientului informații cu privire la prețul total care va fi plătit de client în legătură cu instrumentul financiar sau cu serviciul de investiții ori cu serviciul conex, incluzând toate cheltuielile, comisioanele, tarifele și spezele asociate, precum și toate taxele plătibile prin intermediul S.S.I.F. sau, dacă nu se poate indica un preț exact, baza de calcul a prețului total, astfel încât clientul să îl poată verifica. În cazul în care o parte din prețul total menționat trebuie plătită sau este exprimată în valută, se indică valuta respectivă, precum și cursul de schimb valutar aplicabil și costurile.

În ipoteza în care investitorul nu va putea obține lipsirea de efecte juridice a ordinului de bursă, pe temeiul nulității pentru eroare sau pe un alt temei juridic, el va rămâne să suporte efectele juridice și patrimoniale ale tranzacției încheiate în contul său de intermediar.

6.1.5. Eroarea cu privire la identitatea persoanei – *error in personam*

În principiu, tranzacțiile pe piața de capital se încheie fără ca vânzătorul să cunoască identitatea cumpărătorului.

Există anumite tipuri de tranzacții, care vizează pachete mai mari de instrumente financiare (în general este vorba de acțiuni) care sunt negociate. Este vorba de așa-numitele tranzacții *deal*. În cadrul unor astfel de tranzacții, identitatea contrapărții este importantă, astfel încât contractul de vânzare-cumpărare poate căpăta un real caracter *intuitu personae*.

Spre exemplu, un acționar care deține un anumit procent dorește achiziționarea unui pachet de acțiuni care să-i confere controlul asupra unei societăți emitente. Cumpărând un anumit număr de acțiuni de la actualul acționar majoritar, îi diminuează acestuia cota de participare la capitalul social și procentul drepturilor de vot și dobândește controlul. Dacă el va cumpăra același pachet de acțiuni de la un alt acționar sau de la mai mulți alți acționari este posibil să nu depășească nivelul deţinerilor actualului acţionar majoritar şi nu să nu dobândească controlul asupra emitentului. Acţionarul în cauză are un interes major să tranzacţioneze aşadar numai cu acţionarul majoritar şi este dispus să plătească un anumit preţ numai pentru a dobândi controlul asupra emitentului. El nu ar plăti acelaşi preţ, ci un preţ inferior sau nu ar încheia niciodată tranzacţia, dacă în urma acesteia nu ar dobândi controlul.

Tot astfel, un acţionar majoritar care intenţionează să elimine din acţionariat un acţionar minoritar activ, care iniţiază litigii contra societăţii şi a sa, va încheia o tranzacţie pe Piaţa Deal numai cu acesta la un anumit preţ. Şi în acest caz, orice eroare asupra identităţii vânzătorului este esenţială, întrucât cumpărătorul nu doreşte să tranzacţioneze cu nicio altă persoană în afara acţionarului minoritar respectiv.

În aceste condiţii, în situaţia unei astfel de tranzacţii *deal*, eroarea asupra persoanei cocontractantului este de natură să reprezinte, în mod excepţional pentru regimul juridic al erorii intervenite în tranzacţiile încheiate pe piaţa de capital, o **veritabilă cauză de anulabilitate a tranzacţiei.**

6.1.6. Corectarea erorilor tranzacţiilor efectuate pe piaţa reglementată operată de Bursa de Valori Bucureşti

Pe piaţa reglementată din România, operatorul acesteia, Bursa de Valori Bucureşti, a prevăzut o procedură specială de corectare a erorilor interveni în cursul procesului de tranzacţionare. Aceste inexactităţi nu privesc însă viciul de consimţământ ce constă în eroare investitorului care încheie tranzacţii pe piaţa de capital, ci erori tehnice intervenite în transmiterea sau introducerea ordinului în sistemul de tranzacţionare sau incidente intervenite în raporturile juridice dintre custode şi clientul-investitor.

Din aceste considerente, vom prezenta mecanismele de corectare a erorilor în capitolul rezervat efectelor contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni.

6.2. Dolul

Dolul, viciu de consimţământ, constă în inducerea în eroare a unei persoane, prin mijloace viclene sau dolosive, pentru a o determina să încheie un act juridic[1]. Potrivit art. 1214 alin. (1) NCC, consimţământul este viciat prin dol atunci când partea s-a aflat într-o eroare provocată de manoperele frauduloase ale celeilalte părţi ori când aceasta din urmă a omis, în mod fraudulos, să îl informeze pe contractant asupra unor împrejurări pe care se cuvenea să i le dezvăluie.

Dolul reprezintă o eroare provocată şi nu una spontană[2]. Unii autori (din şcoala de la Cluj), pornind de la faptul că în dreptul roman dolul era un delict civil, propun o accepţiune *lato sensu* a noţiuni de dol, în cadrul căreia intră atât dolul delictual, cât şi cel contractual[3]. Majoritatea doctrinei însă, limitează sfera de aplicare a dolului la domeniul contractual, considerându-l exclusiv o instituție juridică din materia viciilor de consimțământ[1].

---

[1] *Gh. Beleiu*, op. cit., p. 147.

[2] Ibidem.

[3] *L. Pop*. op. cit., p. 253; *D. Chirică*, Tratat de drept civil. Contracte speciale. Vol. I, Vânzarea şi schimbul, Ed. C.H. Beck, 2008, nr. 290, p. 245; pentru profesorul Chirică „ideea romană de echivalare a dolului unui delict civil îşi păstrează actualitatea", arătând că dolul presupune existenţa unui fapt delictual.

S-a arătat că în categoria dolului intră „orice manoperă frauduloasă, orice mijloc viclean întrebuințat pentru a înșela pe cineva cu ocazia încheierii unui act juridic"[2] sau orice fel de manopere de care se servește cineva în scopul de a amăgi o persoană spre a o determina să subscrie o obligație ce-i este defavorabilă[3]. S-a susținut și o accepțiune *lato sensu* a dolului contractual, aceea în care această instituție juridică include și dolul săvârșit pe parcursul executării contractului[4], însă majoritatea doctrinei contemporane, întemeindu-se pe textul art. 960 vechiul C.civ., păstrează accepțiunea clasică[5].

Pentru a constitui un viciu de consimțământ, dolul trebuie să îndeplinească două condiții esențiale, conform doctrinei clasice[6]: să fie determinant pentru încheierea actului juridic și să provină de la cealaltă parte. Prima condiție necesită o apreciere subiectivă, de la caz la caz[7], dolul neconstituind un viciu de consimțământ decât atunci „când are o gravitate suficientă"[8]. S-a arătat că, dacă manoperele dolozive utilizate de una dintre părți nu au fost determinante pentru încheierea actului, ci au influențat acceptarea de către cealaltă parte a unei clauze mai puțin favorabile, nu se va putea invoca nulitatea relativă, însă se vor putea cere despăgubiri[9].

Condiția ca dolul să provină de la cealaltă parte, stipulată și în „Institutele" lui Gaius *„si in ea re nihil dolo malo avli agerii factvm sit neqve fiat"*[10] rezultă din interpretarea literală a art. 960 vechiul C.civ. și fixează, aparent, incidența dolului numai în cazul contractelor sinalagmatice. O astfel de soluție comportă amendamente sub două aspecte, întrucât, pe de o parte, dolul este incident și în cazul testamentului, act juridic unilateral, iar pe de altă parte, în cazul contractelor bilaterale poate proveni de la un terț, care este fie mandatarul unui cocontractant, fie un complice al cocontractantului.[11] Dispozițiile art. 1214 alin. (3) NCC stipulează anulabilitatea contractului atunci când dolul emană de la reprezentantul, prepusul ori gerantul afacerilor celeilalte părți.

---

[1] *C. Hamangiu, I. Rosetti Bălănescu, Al. Băicoianu*, Tratat de drept civil român, vol. I, Ed. Națională S. Ciornei, București, 1928, p. 133; *Gh. Beleiu*, op. cit., p. 147-148; *G. Boroi*, op. cit., p. 220-221.

[2] *C. Hamangiu, I. Rosetti Bălănescu, Al. Băicoianu*, op. cit., p. 133.

[3] *D. Alexandresco*, Principiile dreptului civil român, Atelierele grafice SOCEC&Co, București, 1926, p. 75.

[4] *L. Pop.*, op. cit., p. 253.

[5] *Gh. Beleiu*, op. cit., p. 147, *G. Boroi*, op. cit., p. 220.

[6] *Gh. Beleiu*, op. cit., p. 148.

[7] Ibidem.

[8] *C. Hamangiu, I. Rosetti Bălănescu, Al. Băicoianu*, op. cit., p. 135.

[9] *G. Boroi*, op. cit., p. 223.

[10] Gaius, Institutele IV, 119, http://www.thelatinlibrary.com/gaius4.html#119.

[11] *Gh. Beleiu*, op. cit., p. 148, *G. Boroi*, op. cit., p. 224; *A. Ionașcu*, Drept civil. Partea generală, Ed. Didactică și Pedagogică, București, 1963, p. 85; *D. Chirică*, op. cit., p. 255; *H. Mazeaud, L. Mazeaud, J. Mazeaud*, Lecons de droit civil. Tome II. Vol. I. Obligations. Theorie generale, 9e edition, de F. Chabas, Ed. Montchrestien, 1998, p. 184.

Dacă în privinţa contractelor de vânzare-cumpărare de acţiuni nelistate, instituţia dolului nu prezintă particularităţi faţă de dreptul comun, o discuţie aparte merită făcută cu privire la eventualitatea incidenţei dolului în tranzacţiile bursiere.

Cumpărătorul şi vânzătorul nu intră în raporturi juridice în cazul tranzacţiilor încheiate pe piaţa de capital, astfel încât nu se va putea pune problema unui dol săvârşit în mod direct de una dintre părţile tranzacţiei faţă de cealaltă. Se ridică însă întrebarea dacă dolul este exclus cu desăvârşire în operaţiunile complexe ce conduc la încheierea contractelor de vânzare-cumpărare pe piaţa de capital sau pot fi identificate forme specifice ale acestui viciu de consimţământ?

Un răspuns corect credem că este acela care susţine cea de-a doua variantă, mai ales în contextul în care, după cum am văzut, doctrina dreptului comun susţine fără ezitare teza potrivit căreia dolul poate să provină de la mandatarul cocontractantului.

Din analiza raporturilor juridice încheiate pe piaţa de capital rezultă că poate apărea dolul, în primul rând, în **relaţiile contractuale dintre intermediar şi investitor**, prin inducerea în eroare cu intenţie a uneia dintre părţi de către cealaltă. Desigur, ipoteza cea mai întâlnită este aceea în care intermediarul, un profesionist al pieţei, desfăşoară manopere dolozive, mijloace neoneste, pentru smulgerea consimţământului celeilalte părţi la încheierea contractului[1]. Nu este exclusă însă nici ipoteza în care autorul dolului este investitorul. În analiza noastră acest dol priveşte în mod indirect tranzacţia bursieră, afectând în mod direct contractul de mandat dintre investitor şi intermediarul autorizat. Mai exact, dolul poate interveni în cazul convenţiilor de mandat special încheiate între investitorul-mandant şi intermediarul autorizat-mandatar, concretizate sub forma ordinelor de bursă.

În al doilea rând, credem că, pe piaţa de capital, dolul poate interveni în situaţia tranzacţiilor încheiate în baza informaţiilor privilegiate. Pentru considerentele pe care le vom expune mai jos, apreciem că tranzacţionarea în baza informaţiilor privilegiate poate constitui o expresie a instituţiei dolului. Sancţiunea de drept comun aplicabilă în cazul constatării dolului, respectiv anularea actului juridic încheiat cu vicierea consimţământului, poate fi incidentă şi în cazul tranzacţiilor frauduloase încheiate de către o parte care deţine informaţii privilegiate. Desigur, în analiza autorului dolului, este necesar să se deceleze contribuţia intermediarului autorizat de cea a investitorului-client.

Intervenţia dolului ca viciu de consimţământ în contractele de vânzare-cumpărare de acţiuni prezintă o tipologie diferită după cum acţiunile sunt admise la tranzacţionare într-un sistem multilateral sau sunt nelistate ori tranzacţionate pe o piaţă de tip OTC.

Dolul prezintă anumite similitudini cu fapte ilicite specifice pieţei de capital, supuse regimului juridic al abuzului: manipularea pieţei de capital şi tranzacţionarea în baza informaţiilor privilegiate.

6.2.1. Dolul şi manipularea pieţei de capital

Manipularea pieţei de capital este definită în cadrul art. 244 alin. (5) din Legea nr. 297/2004: „Manipularea pieţei înseamnă:

---

[1] *D. Chirică*, Tratat de drept civil. Contracte speciale, Vol. I, Vânzarea şi schimbul, Ed. C.H. Beck, 2008, n. 290, p. 244.

a) tranzacţii sau ordine de tranzacţionare: 1. care dau sau ar putea da semnale false sau care induc în eroare în legătură cu cererea, oferta sau preţul instrumentelor financiare; 2. care menţin, prin acţiunea uneia sau a mai multor persoane acţionând împreună, preţul unuia sau al mai multor instrumente financiare, la un nivel anormal ori artificial;

b) tranzacţii sau ordine de tranzacţionare care presupun procedee fictive sau orice altă formă de înşelăciune;

c) diseminarea de informaţii prin mass-media, inclusiv internet sau prin orice altă modalitate, care dă sau ar putea să dea semnale false sau care induc în eroare asupra instrumentelor financiare, inclusiv diseminarea zvonurilor şi ştirilor false sau care induc în eroare, în condiţiile în care persoana care a diseminat informaţia ştia sau trebuia să ştie că informaţia este falsă sau induce în eroare. Referitor la jurnalişti, în exercitarea profesiunii lor, diseminarea informaţiilor va fi luată în considerare ţinându-se cont de regulile care reglementează activitatea acestora, excepţie făcând persoanele care utilizează aceste informaţii în scopul obţinerii, directe sau indirecte, de avantaje sau profituri."

Noţiunea de manipulare este, în principiu, **intrinsec legată de aceea de informaţie.** Nu se poate lua în discuţie o faptă de manipulare în absenţa furnizării unor informaţii de către agentul activ al manipulării spre subiectul/subiectele vizate de respectiva acţiune de inducere în eroare. Informaţia transmisă de manipulator are menirea să formeze în gândirea celor manipulaţi o falsă reprezentare a realităţii. Pe de altă parte, persoanele induse în eroare nu cunosc şi nu au în mod obiectiv cum să cunoască intenţia dolozivă a manipulatorului, intenţie care este ascunsă de anumite circumstanţe aparente, care sunt suficient de puternice pentru a crea o falsă impresie despre realitate.

Informaţia la care se referă manipularea este transmisă celorlalţi investitori, inducându-i în eroare pe trei căi: prin intermediul unor tranzacţii efectuate, prin intermediul unor ordine de tranzacţionare introduse în sistemul de tranzacţionare, precum şi prin diseminarea unor date prin mass-media, electronice sau tradiţionale.

Există un caz aparte al instituţiei manipulării, în care nu se ridică problema inducerii în eroare, ci aceea a împiedicării celorlalţi investitori să tranzacţioneze la un preţ corect, format în baza legii naturale a cererii şi a ofertei.

Din analiza semanticii noţiunii de „manipulare", se desprinde cu claritate un aspect deosebit de important: sensul figurat al termenului vizează **manipularea unor persoane**, în timp ce sensul propriu are în vedere manipularea unor obiecte sau instrumente.

Atunci când legiuitorul a decis să includă noţiunea analizată în legislaţia pieţei de capital, din raţiuni ce ţin de concizia textului, a folosit sintagma „manipulare a pieţei", în loc de a utiliza aceea exhaustivă de „manipulare a participanţilor la piaţa de capital".

În materie civilă, fapta de manipulare a pieţei prezintă **trăsături asemănătoare** cu **dolul**, fiind vorba de o inducere în eroare a uneia sau mai multor persoane prin mijloace viclene sau dolosive pentru a determina să încheie un act juridic[1]. Se poate afirma în acest sens că manipularea se caracterizează prin aceea că este o eroare provocată şi nu una spontană.

---

[1] *Gh. Beleiu*, Drept civil român. Introducere în dreptul civil. Subiectele dreptului civil, ed. a 5-a, Casa de Editură şi Presă „Şansa" S.R.L., Bucureşti, 1998, p. 147.

Din perspectiva elementelor constitutive ale faptei de manipulare a pieţei de capital, acestea se suprapun în mod evident celor evidenţiate de doctrină în cazul dolului. Astfel, şi în cazul faptei de manipulare a pieţei se poate vorbi de existenţa unui *element obiectiv* material, constând în utilizarea unor *mijloace viclene* (manopere dolosive) pentru a induce în eroare pe ceilalţi participanţi la piaţă şi a unui *element subiectiv*, intenţional, constând în *intenţia de a induce în eroare* pe ceilalţi participanţi la piaţă în scopul de a-i determina să încheie tranzacţii la preţurile şi volumele dorite de manipulator.

Deosebiri între dol şi manipularea pieţei de capital intervin în materia sancţiunilor aplicabile pentru încălcarea prevederilor legale incidente. În situaţia dolului, acesta este o cauză de anulabilitate a convenţiei atunci când este evident că fără utilizarea mijloacelor viclene de către una dintre părţi cealaltă parte nu ar fi contractat. În privinţa manipulării pieţei sancţiunile sunt de ordin administrativ şi penal pentru făptuitor. Este de discutat dacă în stadiul actual al legislaţiei speciale româneşti se poate vorbi de posibilitatea anulării tranzacţiilor efectuate ca urmare a faptelor de manipulare a pieţei de capital. În acelaşi timp, nu există niciun impediment legal pentru ca aplicarea normelor de drept comun să conducă la o asemenea soluţie.

În legislaţiile altor state există prevăzută expres posibilitatea unei acţiuni directe în răspundere a persoanelor prejudiciate de faptele de manipulare îndreptată împotriva manipulatorului[1].

Pe de altă parte, dolul este un *viciu de consimţământ*, în lumina dispoziţiilor art. 1214 NCC care poate interveni în situaţia oricărui act juridic civil, în timp ce manipularea pieţei de capital reprezintă o *faptă ilicită la regimul juridic al pieţei de capital*, care este săvârşită numai în privinţa tranzacţiilor cu instrumente financiare admise la tranzacţionare pe o piaţă sau un sistem de tranzacţionare supravegheate de o autoritate statală.

6.2.2. Manipularea pieţei de capital – formă a dolului

Regimul juridic al manipulării pieţei de capital şi cel al dolului sunt aparent diferite. Nu poate deveni în nicio situaţie aplicabilă sancţiunea nulităţii tranzacţiilor efectuate prin manipularea pieţei dacă autorul manipulării, reprezentantul sau complicele său nu au fost parte a tranzacţiilor respective. Însă şi în cazul dolului săvârşit de un terţ, nu se va anula contractul dintre două persoane străine de faptul ilicit al dolului, ci partea prejudiciată va avea o acţiune în răspundere civilă delictuală împotriva celui care a utilizat manoperele dolosive[2]. Acţiunea în răspundere nu va putea fi exercitată împotriva terţilor achizitori de bună-credinţă, nici în cazul dolului[3] şi nici în cazul manipulării pieţei de capital. Menţinerea contractului încheiat între două părţi care nu au comis nicio faptă de inducere în eroare, însă una a profitat, fiind, subliniem, de bună-credinţă, de manoperele dolosive comise de un terţ, iar cealaltă a fost victima acestora, se întemeiază şi pe raţiuni de echitate, întrucât ar fi nedrept faţă de partea nevinovată să sufere consecinţele anulării actului[1]

---

[1] Spre exemplu, în Japonia, conform Guide to Financial Services Regulation in Asia, www.herbertsmith.com/NR/rdonlyres/C45A8A7D-97DD-4854-B00D-642A21FE2762/4227/FS GuideAsia07.

[2] *D. Alexandresco*, op. cit., p. 76.

[3] Ibidem.

Totodată, dacă autorul manipulării a fost parte într-o tranzacţie încheiată de contrapartea sa datorită faptului că a fost indusă în eroare, nu vedem de ce nu ar fi incident regimul juridic de drept comun al dolului care ar conduce la **anulabilitatea** tranzacţiei respective. Persoana păgubită în urma manipulării pieţei de capital, dacă a contractat chiar cu autorul manipulării, adică al dolului, are la îndemână două acţiuni, care pot fi cumulate[2]: acţiunea în anulare şi acţiunea în pretenţii, pentru repararea prejudiciului, care îmbracă în acest caz natura acţiunii în răspundere contractuală. În ipoteza în care victima manipulării nu a contractat cu autorul acestei fapte ilicite, va avea împotriva acestuia o acţiune în răspundere civilă delictuală, întemeiată pe art. 1357 NCC, fiind vorba de o încălcare a unei prevederi legale imperative care i-a cauzat prejudicii.

6.2.3. Dolul şi tranzacţionarea în baza informaţiilor privilegiate

Potrivit dispoziţiilor art. 244 alin. (1) din Legea nr. 297/2004, „Prin **informaţie privilegiată** se înţelege o informaţie de natură precisă care nu a fost făcută publică, care se referă în mod direct sau indirect la unul sau mai mulţi emitenţi ori la unul sau mai multe instrumente financiare, şi care, dacă ar fi transmisă public, ar putea avea un impact semnificativ asupra preţului acelor instrumente financiare, sau asupra preţului instrumentelor financiare derivate cu care se află în legătură."

Din această definiţie legală, rezultă trei condiţii esenţiale pentru existenţa unei informaţii cu caracter privilegiat:

- informaţia este „de natură precisă";
- este vorba de o informaţie care nu a fost încă cunoscută publicului;
- este o informaţie legată direct sau indirect de unul sau mai mulţi emitenţi de instrumente financiare sau de unul sau mai multe instrumente financiare;
- dacă ar fi făcută publică informaţia ar putea avea un impact semnificativ asupra preţului acelor instrumente financiare, sau asupra preţului instrumentelor financiare derivate cu care se află în legătură.

Între instituţia juridică a dolului şi tranzacţionarea în baza informaţiilor privilegiate există o serie de **asemănări.**

Într-o viziune sintetică asupra instituţiei informaţiei privilegiate, s-a arătat că aceasta trebuie să aibă **calitatea de a influenţa decizia de a tranzacţiona** a persoanelor care au acces la ea. Altfel spus, informaţia trebuie să aibă aptitudinea de a influenţa decizia de a cumpăra sau a vinde instrumente financiare luată de persoana acuzată de tranzacţionare în baza informaţiilor privilegiate[3]. Nu mai puţin, dolul trebuie să fie determinant pentru încheierea actului juridic, pentru a reprezenta o cauză de nulitate.

---

[1] *C. Hamangiu, I. Rosetti Bălănescu, Al. Băicoianu*, op. cit., p. 135.

[2] *G. Boroi*, op. cit., p. 224.

[3] *B. Rider, K. Alexander, L. Linklater*, Market Abuse and Insider Dealing, Total publishing, 2002, p. 6.

Asemănător **dolului** omisiv **prin reticenţă**[1], utilizarea abuzivă a informaţiilor privilegiate presupune **absenţa comunicării unor informaţii esenţiale pentru cocontractant**, care, dacă ar fi fost cunoscute de acesta, l-ar fi determinat să nu încheie contractul.

Sub aspectul laturii subiective, utilizarea abuzivă a informaţiilor privilegiate se realizează în scopul de a profita de **cunoaşterea unor date care nu au fost încă diseminate public**, fiind prezumat că cel care comite această faptă ilicită acţionează cu intenţie. Cu toate acestea, utilizarea abuzivă a informaţiilor privilegiate, poate fi săvârşită conform legislaţiei pieţei de capital şi din culpă. Latura subiectivă a dolului implică elementul intenţional, fiind exclus dolul din culpă, adică provocarea unei erori pentru partea cocontractantă din neglijenţă[2], însă partea indusă în eroare prin culpa celeilalte părţi va avea deschisă calea acţiunii în despăgubiri, iar dacă sunt întrunite condiţiile erorii, actul juridic va fi anulabil pentru intervenţia acestui viciu de consimţământ.[3]

Din punctul de vedere al **probei**, considerăm că există importante apropieri între regimul dovedirii dolului prin reticenţă şi cel care atestă utilizarea abuzivă a informaţiilor privilegiate. Astfel, în cazul dolului, este necesară dovedirea existenţei unei informaţii esenţiale care, dacă ar fi fost cunoscută de victima dolului, aceasta nu ar fi contractat. Nu altceva trebuie dovedit în cazul utilizării abuzive a informaţiei privilegiate. Asemănător cu situaţia dolului, este necesară probarea caracterului esenţial al informaţiei, respectiv a faptului că, dacă ar fi fost cunoscută publicului, informaţia ar fi avut un impact semnificativ asupra preţului instrumentului financiar la care se referă.

Deosebirile dintre dolul prin reticenţă şi tranzacţionarea în baza informaţiilor privilegiate vizează: a) sfera persoanelor care ar trebui informate pentru a nu le fi viciat consimţământul; b) forma vinovăţiei necesară pentru incidenţa caracterului ilicit; c) regimul sancţionator.

Deţinătorul informaţiei privilegiate are o obligaţie *erga omnes* de a disemina public, printr-un canal de comunicare acceptat de regulile pieţei pe care se tranzacţionează un instrument financiar, informaţia respectivă, în timp ce dolul vizează inducerea în eroare a cocontractantului, având un caracter relativ.

Există o obligaţie legală, prevăzută de art. 245 alin. (1) din Legea nr. 297/2004, care incumbă oricărei persoane care deţine informaţii privilegiate de a nu utiliza „respectivele informaţii pentru dobândirea sau înstrăinarea ori pentru intenţia de dobândire sau înstrăinare, pe cont propriu sau pe contul unei terţe persoane, direct ori indirect, de instrumente financiare la care aceste informaţii se referă."

Dacă este acceptabilă o anumită formă de „dol tolerat"[4], *dolus bonus*, **nu este acceptabilă o utilizare abuzivă licită a informaţiilor privilegiate.**

Regimul sancţionator al utilizării abuzive a informaţiilor privilegiate implică **sancţiuni de drept administrativ, precum şi sancţiuni de drept penal**, potrivit art. 279 alin. (1) din Legea nr. 297/2004, atunci când fapta este săvârşită cu intenţie. Dolul este o instituţie de drept civil, sancţiunea care intervine în cazul incidenţei sale fiind anularea actului juridic la încheierea căruia consimţământul uneia dintre părţi a fost viciat. O manoperă dolozivă poate să producă efecte şi în plan penal, iar fapta respectivă să fie încadrată sub regimul infracţiunii de înşelăciune, prevăzute şi pedepsite art. 215 C.pen.

---

[1] Dolul prin reticenţă reprezintă ascunderea sau necomunicarea celeilalte părţi a unei împrejurări esenţiale pe care aceasta ar fi trebuit să o cunoască - *G. Boroi*, op. cit., p. 222.

[2] *D. Cosma*, Teoria generală a actului juridic civil, Ed. Ştiinţifică, Bucureşti, 1969, p. 166.

[3] *G. Boroi*, op. cit., p. 222.

[4] *D. Chirică*, op. cit., p. 247.

6.2.4. Tranzacţionarea în baza informaţiilor privilegiate, o formă specifică a dolului prin reticenţă

Jurisprudenţa franceză a recunoscut existenţa unui viciu de consimţământ sub forma dolului prin reticenţă[1] încă din anii 50. Pe de altă parte, şi doctrina a susţinut fără ezitare în ultima perioadă teza existenţei unui dol prin tăcere, manopera dolozivă constând în ascunderea unor informaţii esenţiale pentru cocontractant[2], unii autori arătând că o persoană care are o calificare (expertiză) într-un anumit domeniu este ţinută să informeze cealaltă parte în legătură cu aspectele şi faptele care pot fi relevante pentru partea mai puţin experimentată[3]. Alţi autori fac vorbire explicit de o obligaţie generală de informare care rezultă din principiul general al bunei-credinţe[4]. Teza dolului întemeiat pe încălcarea principiului bunei-credinţe a fost negată de alţi autori, care au susţinut că simplul fapt al relei-credinţe manifestate de o parte nu poate atrage vicierea consimţământului celeilalte părţi, dacă aceasta „decide sub imperiul unei erori spontane, neprovocate de cocontractantul său"[5]. De altfel, s-a arătat, buna-credinţă sau reaua-credinţă sunt concepte morale care nu pot pătrunde în spaţiul dreptului decât printr-un instrument juridic[6].

De la recunoaşterea dolului prin reticenţă ca viciu de consimţământ şi până la încadrarea în sfera sa a tranzacţionării în baza informaţiilor privilegiate nu a mai fost decât un pas, pe care jurisprudenţa franceză l-a făcut la începutul anilor 90, când s-a considerat că neinformarea vânzătorului unor acţiuni de către cumpărător cu privire la anumite informaţii privilegiate posedate de acesta din urmă (situaţia unor cumpărători, care aveau şi calitatea de administratori ai unei societăţi comerciale, având informaţii confidenţiale cu privire la situaţia economică a acesteia, pe care nu le-au dezvăluit vânzătorilor pentru a achiziţiona la un preţ mult mai scăzut decât valoarea reală acţiunile societăţii în cauză) reprezintă viciul de consimţământ al dolului[7].

Credem că, în cazul în care neîndeplinirea obligaţiilor legale de informare în privinţa instrumentelor financiare tranzacţionate într-un sistem multilateral de tranzacţionare (piaţă reglementată sau sistem multifuncţional), întruneşte condiţiile dolului, este pe deplin aplicabilă sancţiunea civilă de drept comun, respectiv **anularea actului juridic translativ de proprietate** încheiat în aceste condiţii.

---

[1] Cass. com., 21 aprilie 1959, Bull. civ. III, 162.

[2] *J. Ghestin*, La reticence, le dol et l'erreur sur les qualities substantielles, Recueil dalloz Sirey nr. 40/1971, p. 247.

[3] *E.A. Kramer, T. Probst*, în International Encyclopedia of Comparative Law, vol. VII, editori responsabili K. Zweigert,U. Drobnig şi Martinus, Nijhoff Publishers, 1981, p. 100.

[4] *Ch. Larroumet*, Droit civil. Tome 3. Les obligations.Le contract, 4e edition, Economica, Paris, 1998, p. 311.

[5] *D. Chirică*, op. cit., p. 253.

[6] *J. Ghestin*, op. cit., La reticence..., p. 247.

[7] Cass, 3e civ., 27 martie 1991, notă J. Mestre, RTD civ. nr. 1/1992; CA Paris, 15e chambre, 19 ianuarie 1994, notă J. Mestre, RTD civ. nr. 4/1994.

De asemenea, ca şi în cazul dolului, şi în ipoteza tranzacţionării în baza informaţiilor privilegiate victima acestei fapte ilicite va putea să se îndrepte cu o acţiune în răspundere civilă contractuală pentru repararea prejudiciului. Victima unei utilizări abuzive a informaţiilor privilegiate va avea şi o acţiune în răspundere civilă delictuală întemeiată pe art. 1357 NCC împotriva autorului acestei fapte ilicite, dacă acesta este terţ faţă de tranzacţie.

6.2.5. Dolul sub forma practicii ilicite de *front running*

În domeniul tranzacţiilor bursiere o formă aparte pe care poate să o îmbrace dolului o reprezintă practica ilicită de *front running*.

Dispoziţiile art. 244 alin. (4) din Legea nr. 297/2004 vizează situaţia aparte a unor persoane, însărcinate să execute ordinele investitorilor, care primesc de la aceştia informaţii de natură precisă, **în legătură cu ordinele lor care nu au fost încă executate**, referitoare în mod direct sau indirect la unul sau mai mulţi emitenţi ori la unul sau mai multe instrumente financiare. Celelalte condiţii care trebuie îndeplinite de acest tip de informaţii pentru a dobândi un caracter privilegiat sunt identice cu cele de drept comun, respectiv este necesar ca informaţia, dacă ar fi făcută public, să poată să aibă efecte semnificative asupra preţului respectivelor instrumente financiare sau asupra preţului instrumentelor financiare derivate cu care se află în legătură.

Textul legal vizează o categorie aparte de persoane, ce au, de regulă, statutul de **angajaţi ai intermediarului autorizat**. Subiectul activ al acestei fapte ilicite este calificat.

Din analiza normei juridice a art. 244 alin. (4) se desprind următoarele **caracteristici** ale informaţiei privilegiate reglementate de art. 244 alin. (4): este de natură precisă, este legată de un ordin neexecutat emis de un client, are potenţialul de a afecta semnificativ preţul instrumentelor financiare la care se referă.

Dispoziţiile art. 244 alin. (4) din lege, ce transpun norma juridică din cadrul art. 1 alin. (1) teza ultimă din Directiva 2003/6/CE (Directiva abuzului de piaţă), vizează fapta ilicită denumită în limbaj bursier *front running*. Potrivit paragrafului 19 din Directiva abuzului de piaţă, legiuitorul Uniunii Europene solicită statelor membre să combată practica cunoscută ca *front running*, inclusiv *front running-ul* în materie de instrumente derivate din produse de bază.

Practica ilicită *front running* poate implica cumpărarea la un preţ ridicat a unor instrumente financiare în contul clientului, precedată de cumpărarea la un preţ mai scăzut în cont propriu sau în contul unor persoane apropiate a acelor instrumente. Ştiind că există un investitor interesat să achiziţioneze anumite instrumente financiare, brokerul le cumpără mai întâi **în contul propriu sau al persoanelor cu care acţionează concertat** şi **le revinde apoi clientului la un preţ mai ridicat**, marcând astfel un profit sigur din diferenţa de preţ.

Metoda *front running* poate fi pusă în aplicare şi prin efectuarea unor tranzacţii prin care brokerul **vinde din contul propriu sau din contul persoanelor apropiate instrumente financiare după primirea unui ordin de vânzare cu privire la aceleaşi titluri** de la un client, ordin ce este de presupus că va contribui la o scădere a prețului, diminuând astfel valoarea ce ar putea să o obțină brokerul respectiv pentru titlurile deținute în cont propriu. În acest caz, prin folosirea acestei practici ilicite, brokerul se protejează, în baza informației privilegiate referitoare la ordinul de vânzare al clientului, de efectele negative ce le-ar putea produce asupra prețului de piață executarea ordinului respectiv. Brokerul vinde așadar propriile titluri înainte ca valoarea acestora să scadă ca urmare a introducerii în sistemul de tranzacționare a ordinului clientului.

Elementul principal, care constituie de fapt fundamentul și situația premisă a acestei practici este reprezentat de **mandatul special** acordat de investitorul-client prin ordinul de tranzacționare. Este de discutat dacă acest mandat trebuie să fie formalizat conform cerințelor legale (pe suport de hârtie, magnetic sau transmis și stocat electronic), adică să fie apt să producă efecte juridice, sau este suficient să se prezinte sub forma unei simple informări a brokerului cu privire la intenția investitorului de a vinde sau cumpăra un anumit titlu. În cazul în care mandatul special acordat de investitor întrunește condițiile legale pentru a deveni ordin de bursă, atunci brokerul va putea pune în aplicare metoda „*front running*" fără niciun risc, întrucât el va cunoaște că inițiind în cont propriu o operațiune de vânzare sau de cumpărare va putea să încheie ulterior o tranzacție cu clientul său (direct sau prin intermediar) în care să dețină calitatea opusă celei avute în prima operațiune.

Front running-ul presupune așadar **două operațiuni de vânzare-cumpărare**, încheiate ulterior emiterii unui ordin de bursă de către un investitor către intermediarul său și se poate prezenta sub două forme, în funcție de ordinea în care se încheie contractele de vânzare-cumpărare de instrumente financiare. Caracteristic acestui procedeu ilicit este că în fiecare dintre aceste operațiuni una dintre părți este brokerul sau un complice al său, cu care acționează în mod concertat. Tot astfel, pentru a exista *front running*, adică fapta ilicită descrisă de art. 244 alin. (4) din Legea nr. 297/2004, una dintre tranzacții trebuie încheiată de către broker în contul clientului său. Dacă brokerul are cunoștință despre existența unui ordin de bursă emis de un investitor și transmis altui broker, chiar angajat al aceluiași intermediar, și tranzacționează în cont propriu în baza acestei informații sau transmite informația unui terț cu care poate să fie sau să nu fie complice, atunci vor fi întrunite condițiile utilizării abuzive de informații privilegiate propriu-zise descrise de art. 244 alin. (1) din Legea nr. 297/2004 și nu de *front running*.

În prima formă, în funcție de sensul ordinului, vânzare sau cumpărare, intermediarul (angajatul intermediarului) va vinde sau va cumpăra instrumentul financiar care formează obiectul ordinului, primul contract translativ, apoi va încheia prin contul său sau al unor persoane cu care acționează concertat cel de-al doilea act juridic, contraparte în acesta fiindu-i clientul care i-a dat ordinul.

În cea de-a doua formă, ordinea operațiunilor se inversează. Brokerul va executa ordinul clientului său la un preț mai slab față de cel care ar fi putut fi obținut pe piață, contraparte fiind contul propriu sau contul unui complice al său. Apoi, revinde din contul său sau al complicelui sau răscumpără în contul său sau al complicelui instrumentele financiare respective printr-o tranzacție încheiată în piață, contraparte fiind un terț. Această formă de *front running* este mai rar întâlnită în practică, întrucât, pe de o parte clientul poate emite un ordin cu preț ferm, care nu permite obţinerea de profit de către intermediar, deoarece preţul ordinului este apropiat de preţul de piaţă, iar pe de altă parte, este supusă riscului ca evoluţia pieţei să conducă preţul într-o zonă în care intermediarul care săvârşeşte *front running* nu mai poate obţine profit. Din aceste considerente, practica ilicită a *front running-ului* presupune, în principiu, încheierea mai întâi a tranzacţiei „în piaţă", cu un terţ indefinit, iar apoi, subsecvent a tranzacţiei între contul propriu sau al complicelui şi contul clientului, victimă a acestei practici ilicite.

În ambele forme prezentate, este încălcat principiul celei mai bune execuţii a ordinului, statuat de art. 21 din Directiva 2004/39/CE (MiFID).

Este important de subliniat şi aspectul conform căruia în cazul *front running-ului* poate fi vorba de un ***dublu dol.*** Astfel, brokerul nu transmite o informaţie decisivă pentru încheierea actului juridic nici clientului său, dar nici terţului cu care încheie cel de-al doilea act juridic. Clientul său nu este înştiinţat că potrivit cererii sau ofertei din piaţă poate obţine un preţ mai favorabil, iar terţul investitor nu cunoaşte că, dacă ar încheia actul direct cu clientul brokerului care a emis ordinul, ar obţine la rândul său un preţ mai bun. De altfel în practică, în cazul *front running-ului*, nici terţul şi nici clientul care a emis ordinul nu tranzacţionează la un preţ corect, format în baza legii naturale a cererii şi a ofertei. Dacă ar tranzacţiona la un preţ corect, brokerul nu ar mai obţine profit în urma procedeului de *front running*.

Desigur, dolul poate interveni numai în contractul de mandat special concretizat prin ordinul de bursă. Aparent, din moment ce decizia de a tranzacţiona îi aparţine investitorului care emite în acest sens ordinul de bursă la un preţ ferm, brokerul ar fi exonerat de răspundere pentru că, s-ar putea el apăra, nu poate să modifice voinţa juridică a mandantului său. O astfel de interpretare omite însă natura juridică ordinului de bursă, aceea de mandat special de a tranzacţiona pe piaţa de capital încheiat în temeiul contractului general de mandat reprezentat de contractul de servicii de investiţii financiare.

Înainte de încheierea acestui mandat special, adică de emiterea ordinului de bursă, brokerul trebuie să furnizeze anumite informaţii relevante clientului său. Astfel, potrivit art. 115 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, clientul trebuie să primească de la S.S.I.F. rapoarte adecvate cu privire la serviciile furnizate de aceasta. Aceste rapoarte vor include, acolo unde se aplică, costurile asociate tranzacţiilor şi serviciilor efectuate în numele clientului. Tot astfel, pentru a permite clienţilor să aprecieze în orice moment termenii unei tranzacţii pe care intenţionează să o desfăşoare şi să verifice, ulterior, condiţiile în care această tranzacţie a fost executată, S.S.I.F. va **pune la dispoziţia clienţilor toate informaţiile afişate în sistem**, cu privire la preţurile şi volumul de tranzacţionare aferente instrumentului financiar, subiect al tranzacţiei. Omiterea transmiterii acestor informaţii, coroborată cu încheierea tranzacţiei în contul propriu sau în contul unui complice, îl conduce pe brokerul respectiv în sfera *front running-ului*.

O discuţie interesantă poate avea loc cu privire la dolul săvârşit de broker în contractul încheiat cu terţul. În ipoteza în care clientul investitor, având toate informaţiile necesare ar fi oferit sau cerut un preţ mai bun decât cel la care s-a încheiat tranzacţia dintre broker şi terţ, faptul de a ascunde acest lucru terţului reprezintă, în opinia noastră, un dol săvârşit de broker. Dolul dublu are loc îndeosebi pe o piaţă nelichidă, în care marja de variaţie a preţului este deosebit de mare. Interpunerea ilicită a brokerului între interesele legitime ale clientului său şi ale terţului conduce la încheierea a două tranzacţii în loc de una singură, fiecare la un preţ mai dezavantajos pentru contraparte decât dacă ar fi contractat direct, fără ca instrumentele financiare care au făcut obiectul tranzacţiilor să treacă prin patrimoniul brokerului sau al complicelui său.

La fel ca şi în cazul dolului prin reticenţă, în situaţia practicii ilicite *front running*, brokerul omite să transmită cocontractantului său, adică investitorului, o informaţie esenţială privind un anumit instrument financiar.

Informaţia în cauză este de natură să fie determinantă pentru încheierea actului juridic. Investitorul nu cunoaşte faptul că poate obţine un preţ mai bun, după cum este posibil ca nici terţul să nu cunoască potenţialul existenţei unei oferte mai bune.

În contractul de mandat special dintre broker şi clientul-investitor, dolul provine de la mandatar, care nu-şi îndeplineşte obligaţia de informare prealabilă încheierii contractului.

În tranzacţia dintre broker şi terţ, dolul provine de la broker, care nu-l informează pe terţ cu privire la potenţialul existenţei unei ofertei superioare (avem în vedere în acest din urmă caz posibilitatea, evocată mai sus, ca investitorul-client, cunoscând toate informaţiile necesare să ofere un preţ mai bun terţului, de vânzare sau de cumpărare, după caz, decât cel oferit de broker sau de complicele acestuia).

În operaţiunea de apreciere a existenţei unei practici ilicite de *front running* este necesar să se determine sfera de incidenţă a **noţiunii de „informaţie de natură precisă referitoare la un ordin de tranzacţionare"**.

O informaţie de natură precisă referitoare la un ordin de tranzacţionare poate avea caracterul privilegiat, **chiar dacă nu sunt precizate toate caracteristicile ordinului**.

O informaţie referitoare la un ordin are o natură precisă, în viziunea ghidului CESR, art. 3.16, dacă **sunt stabilite volumul ordinului, preţul limită şi perioada de execuţie**.

Cu cât mai predictibil este comportamentul unui investitor, cu atât mai mult ordinele sale vor fi tratate drept informaţii de natură precisă.

Interpretând textul art. 1 alin. (1) din Directiva abuzului de piaţă, CESR a stabilit că o persoană răspunzătoare de executarea ordinelor clienţilor care primeşte un ordin cu un volum mare de la un client, **nu trebuie să înceteze executarea celorlalte ordine** referitoare la acelaşi instrument financiar până când este epuizat ordinul cu volum considerabil în discuţie. În activitatea de tranzacţionare este necesar a nu fi utilizată informaţia privilegiată de către angajaţii intermediarului, această obligaţie neconducând la blocarea totală a activităţii în ipoteza în care este emis un ordin ce poate fi încadrat în categoria informaţiilor privilegiate.

Un ordin de bursă **nu este executat imediat** după emiterea sa în diferite situaţii, cele mai întâlnite fiind imposibilitatea de executare datorită condiţiilor de piaţă şi existenţa unor obligaţii legale sau regulamentare care împiedică executarea imediată a ordinului respectiv.

Pentru a îndeplini condiţia cerută de art. 244 alin. (4) un ordin de bursă trebuie să îmbrace **forma prevăzută de dispoziţiile legale în vigoare** şi agreată în contractul de servicii de investiții financiare, putând fi transmis brokerului exclusiv în scris sau şi electronic sau prin telefon.

Activitatea de a contacta diverşi brokeri pentru a afla care este prețul la care ar fi dispuşi să vândă sau să cumpere un instrument financiar nu poate fi asimilată unui ordin de tranzacționare încă neexecutat, conform art. 3.8 din Ghidul al II-lea de implementare a Directivei abuzului de piață emis de CESR.

Elementele principale ale unui ordin de bursă neexecutat, prețul, volumul, perioada de execuție şi identitatea emitentului ordinului pot constitui fiecare în parte sau toate la un loc o **informație cu caracter privilegiat**, de natură a avea un impact semnificativ asupra prețului unuia sau mai multor instrumente financiare. Aceste elemente pot avea o influență diferită asupra pieței în funcție de caracteristicile sistemului de tranzacționare în care sunt listate instrumentele financiare respective. Prezintă relevanță din această perspectivă toate caracteristicile pieței: modalitatea de executare a ordinelor, ordinea de prioritate a acestora, metodele de tranzacționare folosite pe piața respectivă (licitație, tranzacționare continuă etc.).

6.3. Leziunea

Leziunea, viciu de consimțământ a cărui sferă de aplicare a fost extinsă de Noul Cod civil, intervine atunci când una dintre părți, profitând de starea de nevoie, de lipsa de experiență ori de lipsa de cunoştințe a celeilalte părți, stipulează în favoarea sa ori a unei alte persoane o prestație de o valoare considerabil mai mare, la data încheierii contractului, decât valoarea propriei prestații.

Având în vedere obligativitatea încheierii tranzacției burisere prin mijlocirea unui intermediar autorizat, leziunea nu ar putea interveni, în principiu, în situația vânzărilor de acțiuni listate decât la încheierea contractului de intermediere. Investitorul, oricât de nepriceput ar fi în domeniul pieței de capital, nu ar putea să fie afectat de leziune la încheierea tranzacției bursiere, întrucât intermediarul autorizat, comisionarul său, este un profesionist al pieței, care trebuie să dețină experiența şi cunăştințele necesare pentru a încheia operațiuni pe piața de capital.

În aceste împrejurări, doar la încheierea contractului dintre investitorul-comitent şi intermediarul-comisionar, precum şi la emiterea ordinului de bursă (mandatul special) ar putea fi incidentă leziunea, ea nerăsfrângându-şi în nicio împrejurare efectele asupra tranzacției încheiate în baza actului lezionar. Anularea mandatului special conduce la menținerea efectelor tranzacției asupra persoanei intermediarului autorizat-comisionar.

În cazul vânzărilor de acțiuni nelistate, este aplicabil, desigur, regimul juridic de drept comun al leziunii.

Capitolul III. Capacitatea de a încheia contractul de vânzare-cumpărare de instrumente financiare

Normele legale ce vizează capacitatea juridică de a încheia tranzacţii bursiere conţin o serie de **nuanţări şi derogări de la dreptul comun**, în special în privinţa anumitor persoane juridice.

În principiu, având în vedere **principiul specialităţii capacităţii de folosinţă a persoanelor juridice**, persoanele juridice pot achiziţiona instrumente financiare dacă dobândirea lor corespunde scopului acestora, fiind incidente dispoziţiile Noului Cod civil în materia persoanelor juridice. Specialitatea capacităţii de folosinţă a unei societăţi comerciale este determinată prin precizarea obiectului său obiectului lor de activitate[1]. Principiul specialităţii capacităţii de folosinţă a persoanei juridice a fost abandonat de Noul Cod civil, art. 206 alin. (1) NCC menţionând că persoana juridică poate avea orice drepturi şi obligaţii civile, afară de acelea care, prin natura lor sau potrivit legii, nu pot aparţine decât persoanei fizice. Este adevărat că doctrina dreptului civil[2] a arătat, anterior intrării în vigoare a Noului Cod civil, că principiul specialităţii de folosinţă a persoanelor juridice „nu trebuie privit rigid, static, ci în dinamica sa” şi că, în condiţiile concurenţei ce caracterizează economia de piaţă, limitele principiului specialităţii capacităţii de folosinţă trebuie apreciate, de către jurisprudenţă mai ales, în mod corespunzător, adică cu o oarecare largheţe”.

Secţiunea 1. Incapacităţi izvorând din dreptul comun

Incapacităţile de a încheia contracte de vânzare-cumpărare de acţiuni prevăzute de dreptul comun se subdivid la rândul lor în incapacităţi care vizează vânzarea oricărui bun şi incapacităţi care se referă numai la anumite bunuri mobile între care se încadrează şi acţiunile.

1.1. Incapacităţi care vizează contractul de vânzare-cumpărare în general. Particularităţi privind vânzarea de acţiuni.

Incapacităţile prevăzute de norme din dreptul comun care vizează contractul de vânzare-cumpărare în general sunt cele prevăzute de art. 1653-1655 NCC. Astfel,

a) Judecătorii, procurorii, grefierii, executorii, avocaţii, notarii publici, consilierii juridici şi practicienii în insolvenţă nu pot cumpăra, direct sau prin persoane interpuse, drepturi litigioase care sunt de competenţa instanţei judecătoreşti în a cărei circumscripţie îşi desfăşoară activitatea, sancţiunea fiind nulitatea absolută. Sunt exceptate de la această restricţie:

- cumpărarea drepturilor succesorale ori a cotelor-părţi din dreptul de proprietate de la comoştenitori sau coproprietari, după caz;
- cumpărarea unui drept litigios în vederea îndestulării unei creanţe care s-a născut înainte ca dreptul să fi devenit litigios;

---

[1] *St.D. Cărpenaru*, op. cit., 1996, p. 190.

[2] *Gh. Beleiu*, Drept civil român. Introducere în dreptul civil. Subiectele dreptului civil, Casa de editură şi presă Şansa, 1998, Bucureşti, p. 422.

- cumpărarea care s-a făcut pentru apărarea drepturilor celui ce stăpâneşte bunul în legătură cu care există dreptul litigios.

b) Mandatarii nu pot cumpăra pentru bunurile pe care sunt însărcinaţi să le vândă, cu excepţia cazului în care reprezentantul a fost împuternicit în mod expres în acest sens sau cuprinsul contractului a fost determinat în asemenea mod încât să excludă posibilitatea unui conflict de interese, sancţiunea fiind nulitatea relativă;

c) Părinţii, tutorele, curatorul, administratorul provizoriu, nu pot cumpăra bunurile persoanelor pe care le reprezintă sancţiunea fiind nulitatea relativă;

d) Nu pot cumpăra bunurile administrate nici funcţionarii publici, judecătorii-sindici, practicienii în insolvenţă, executorii, precum şi alte asemenea persoane, care ar putea influenţa condiţiile vânzării făcute prin intermediul lor sau care are ca obiect bunurile pe care le administrează ori a căror administrare o supraveghează, sancţiunea fiind nulitatea absolută.

Incapacitatea de a vinde operează, conform art. 1655 NCC, în toate situaţiile în care o persoană (din cele menţionate în cadrul art. 1654 NCC) vinde bunurile proprii către patrimoniul pe care îl administrează ori a cărui supraveghere o administrează. Această interdicţie de a vinde operează în privinţa mandatarilor, părinţilor, tutorelui, curatorului, administratorului provizoriu, precum şi funcţionarilor publici, judecătorilor-sindici, practicienilor în insolvenţă şi executorilor care administrează sau supraveghează administrarea unor patrimonii atunci când contrapartea este reprezentată de patrimoniul administrat sau supravegheat.

Dreptul pieţei de capital prezintă o serie de particularităţi în cazul unor incapacităţi prevăzute de normele de drept comun.

1.1.1. Transferului dreptului de proprietate asupra valorilor mobiliare de pe numele unuia dintre soţi pe numele amândurora, ca deţinători în comun de acţiuni

Această operaţiune reprezintă, potrivit art. 81 alin. (1) lit. h) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005 privind autorizarea şi funcţionarea depozitarului central, caselor de compensare şi contrapărţilor centrale[1], o operaţiune juridică ce presupune un transfer direct al dreptului de proprietate în sistemul depozitarului central. Ar rezulta implicit că această operaţiune juridică este validă din perspectiva regimului juridic aplicabil pieţei de capital.

Abrogarea prohibiţiei vânzării între soţi din Codul civil face inutilă orice discuţie cu privire la concurenţa dintre normele dreptului comun cu cele ale legislaţiei speciale.

1.1.2. Interdicţia aplicabilă mandatarilor de a cumpăra bunurile pe care sunt împuterniciţi să le vândă

O asemenea prohibiţie nu operează pe piaţa de capital din România, putând fi încheiate în mod valabil tranzacţii în care contrapărţi sunt contul unui investitor-client, pe de o parte şi cel al intermediarului-mandatar, pe de altă parte. O singură normă juridică din cadrul legislaţiei primare susţine această soluţie, respectiv art. 27 alin. (1) lit. d) din Legea pieţei de capital, care impune pentru intermediari obligaţia de a transmite investitorilor toate **informaţiile relevante privind tranzacţiile în**

---

[1] M.Of. nr. 983 din 4 noiembrie 2005.

care contrapartea este intermediarul. Derogarea de la prevederile art. 1654 alin. (1) lit. a) NCC este afirmată însă indirect, situaţie ce atrage *de lege ferenda* necesitatea menţionării explicite a posibilităţii ca intermediarul autorizat, mandatar al investitorului, să cumpere valorile mobiliare ce fac obiectul unui ordin de vânzare emis de către mandant.

În cadrul legislaţiei secundare, respectiv în Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006 există mai multe norme care vizează situaţia încheierii unei tranzacţii între investitorul mandant şi intermediarul autorizat mandatar. Astfel, potrivit art. 98 alin.(4), în situaţia în care **conflictele de interese nu pot fi evitate sau gestionate** conform politicii interne independente, S.S.I.F. **nu trebuie să presteze servicii de investiţii financiare în calitate de contraparte a clientului.**

Conform art. 140 alin. (2), în situaţia administrării unui **cont discreţionar, contrapartea în tranzacţii nu poate fi contul propriu,** contul persoanelor relevante sau un alt cont client al S.S.I.F., decât dacă se asigură **un preţ mai bun decât cel oferit de piaţă.**

Potrivit art. 122 alin. (6) lit. o) **pe formularul de confirmare a executării ordinului** în cazul în care contrapartea clientului a fost S.S.I.F. însăşi sau orice persoană din grupul S.S.I.F. ori un alt client al S.S.I.F., menţionarea acestui fapt, cu excepţia situaţiei când ordinul a fost executat printr-un sistem de tranzacţionare care facilitează tranzacţionarea anonimă.

1.2. Incapacităţi care vizează numai vânzarea anumitor bunuri mobile

În Noul Cod civil se remarcă anumite incapacităţi de a încheia contracte de vânzare-cumpărare de instrumente financiare, care nu se regăsesc în actuala reglementare. Acestea vizează actele juridice încheiate de tutore în numele minorului, respectiv cele încheiate de unul dintre soţi cu privire la instrumentele financiare care sunt bunuri comune.

1.2.1. Încheierea de tranzacţii pe piaţa de capital de către tutore în numele minorului

Astfel, potrivit dispoziţiilor art. 149 alin. (1) NCC, sumele de bani care depăşesc nevoile întreţinerii minorului şi ale administrării bunurilor sale, precum şi instrumentele financiare se depun, pe numele minorului, la o bancă indicată de consiliul de familie, în termen de cel mult 5 zile de la data încasării lor. Tutorele nu va putea dispune de instrumentele financiare şi de sumele de bani depuse, decât cu autorizarea prealabilă a instanţei de tutelă.

Cu toate acestea, conform art. 149 alin. (3) NCC, el nu va putea folosi, în niciun caz, sumele de bani şi instrumentele financiare prevăzute la alin. (1) pentru încheierea, pe numele minorului, a unor tranzacţii pe piaţa de capital, chiar dacă ar fi obţinut autorizarea instanţei de tutelă.

1.2.2. Încheierea de privind acţiunile care sunt bunuri comune de către un soţ fără acordul celuilalt soţ

Potrivit art. 349 alin. (1) NCC sub sancţiunea anulării, niciunul dintre soţi nu poate singur, fără acordul celuilalt soţ, să dispună de bunurile comune ca aport la o societate sau pentru dobândirea de părţi sociale ori, după caz, de acţiuni.

Cu toate acestea, în cazul societăţilor comerciale ale căror acţiuni sunt tranzacţionate pe o piaţă reglementată, soţul care nu şi-a dat acordul la întrebuinţarea bunurilor comune nu poate pretinde decât daune-interese de la celălalt soţ, fără a fi afectate drepturile dobândite de terţi.

Secţiunea a 2-a. Incapacităţi rezultate din norme speciale

În principiu, art. 1652 NCC – „pot cumpăra şi vinde toţi cărora nu le este oprit prin lege"– îşi găseşte deplina aplicare în dreptul pieţei de capital, cu următoarele excepţii, care reprezintă **incapacităţi speciale:**

2.1. Incapacitatea prevăzută de art. 103 şi 103^1 din Legea nr. 31/1990

Potrivit art. 103 şi 103^1 din Legea nr. 31/1990, **o societate emitentă nu poate dobândi propriile acţiuni decât dacă sunt îndeplinite anumite condiţii**. Potrivit art. 103^1 alin. (1) din Legea nr. 31/1990, răscumpărarea propriilor acţiuni nu se va putea efectua decât în temeiul unei hotărâri AGEA, valoarea nominală a acţiunilor proprii dobândite de societate, inclusiv a celor aflate deja în portofoliul său, **nu poate depăşi 10% din capitalul social subscris**, pot fi răscumpărate doar acţiuni integral liberate, iar plata acţiunilor astfel dobândite se va face numai din profitul distribuibil sau din rezervele disponibile ale societăţii, înscrise în ultima situaţie financiară anuală aprobată, cu excepţia rezervelor legale. Această incapacitate are un caracter permanent, limita de 10% neputând fi depăşită decât accidental.

2.2. Incapacitatea prevăzută de art. 7 alin. (1) lit. c) din Legea nr. 297/2004

O S.S.I.F. nu poate efectua tranzacţii **în nume şi cont propriu** decât dacă este **autorizată** în acest sens, îndeplinind cerinţe de capital iniţial minim prevăzute de art. 7 alin. (1) lit. c) din Legea pieţei de capital nr. 297/2004. Această incapacitate poate fi eliminată în ipoteza în care S.S.I.F. obţine din partea C.N.V.M. autorizaţia de a tranzacţiona în cont propriu.

Conform art. 7 alin. (1) lit. c) din Legea nr. 297/2004, capitalul iniţial al unei societăţi de servicii de investiţii financiare trebuie să fie de minim 730.000 euro (în echivalent lei) pentru a încheia tranzacţii pe piaţa de capital din România în cont propriu. Potrivit dispoziţiilor art. 14 alin. (1) din Regulamentul B.N.R./C.N.V.M. nr. 18/23/14.12.2006 privind fondurile proprii ale instituţiilor de credit şi ale firmelor de investiţii[1] **capitalul iniţial** al S.S.I.F. este reprezentat de capitalul social subscris şi vărsat şi rezervele legale, statutare şi alte rezerve.

Conform art. 4 din Directiva 2006/49/CE, raportat la art. 57 lit. a) şi b) din Directiva 2006/48/CE. privind iniţierea şi exercitarea activităţii instituţiilor de credit (J.O. L 177, 30.6.2006), cu aplicarea art. 22 şi 23 din Directiva nr. 86/635/CEE privind conturile anuale şi conturile consolidate ale băncilor şi ale altor instituţii financiare (JO L 372, 31.12.1986), **capitalul iniţial al unei firme de investiţii include:**

---

[1] Republicat în M.Of. nr. 311 din 5 mai 2011.

- **capitalul subscris**, respectiv toate sumele, indiferent de denumirea lor efectivă, care, în funcţie de forma juridică a instituţiei în cauză, se consideră, în conformitate cu dispoziţiile de drept intern, capital propriu subscris de acţionari sau de alţi proprietari;
- **primele de emisiune**, fără a lua însă în considerare acţiunile preferenţiale cumulative;
- **rezervele**, care includ rezerva legală (potrivit art. 183 alin. (1) din Legea nr. 31/1990 rezerva legală în dreptul român este de 20%), rezerva pentru acţiuni sau părţi sociale proprii, în măsura în care legislaţia internă impune constituirea unei astfel de rezerve (în legislaţia noastră nu există norme care să impună o rezervă specială pentru acţiuni proprii), alte rezerve statutare;
- **profiturile şi pierderile reportate** ca urmare a aplicării profitului sau pierderii finale.

2.3. Incapacităţile prevăzute de art. 101, 102 şi 116 din Legea nr. 297/2004

Un **organism de plasament colectiv** nu poate dobândi instrumente financiare decât în **limitele prevăzute de normele legale incidente**, prevăzute de art. 101, 102 şi 116 din Legea nr. 297/2004. Suntem în acest caz în prezenţa unei incapacităţi permanente.

Potrivit art. 101 din Legea nr. 297/2004, investiţiile unui organism de plasament colectiv în valori mobiliare (O.P.C.V.M.)[1] se efectuează exclusiv în:

a) valori mobiliare şi instrumente ale pieţei monetare înscrise sau tranzacţionate pe o piaţă reglementată, astfel cum este definită la art. 125, din România sau dintr-un stat membru;

b) valori mobiliare şi instrumente ale pieţei monetare admise la cota oficială a unei burse dintr-un stat nemembru sau negociate pe o altă piaţă reglementată dintr-un stat nemembru, care operează în mod regulat şi este recunoscută şi deschisă publicului, cu condiţia ca alegerea bursei sau a pieţei reglementate să fie aprobată de C.N.V.M. ori să fie prevăzută în regulile fondului sau în actele constitutive ale societăţii de investiţii, aprobate de C.N.V.M.;

c) valori mobiliare nou emise, cu condiţia ca:

---

[1] Conform art. 2 alin. (1) pct. 20 din Legea nr. 297/2004, *organismele de plasament colectiv* sunt entităţi organizate, cu sau fără personalitate juridică, denumite în continuare O.P.C., care atrag în mod public sau privat resurse financiare ale persoanelor fizice şi/sau juridice, în scopul investirii acestora, în conformitate cu dispoziţiile prezentei legi şi reglementările C.N.V.M. Potrivit dispoziţiilor art. 76 din lege, O.P.C.V.M. sunt fondurile deschise de investiţii şi societăţile de investiţii, care îndeplinesc cumulativ următoarele condiţii: a) au ca unic scop efectuarea de investiţii colective, plasând resursele băneşti în instrumente financiare lichide la care se face referire în art. 101 alin. (1), şi operând pe principiul diversificării riscului şi administrării prudenţiale; b) titlurile de participare sunt, la cererea deţinătorilor, răscumpărabile continuu din activele respectivelor organisme. Activitatea O.P.C.V.M. de a se asigura că valoarea titlurilor sale de participare pe o piaţă nu variază semnificativ în raport cu valoarea activului net unitar, poate fi considerată echivalentă a operaţiunii de răscumpărare.

1. condiţiile de emisiune să includă un angajament ferm, conform căruia se va cere admiterea la tranzacţionare, într-o bursă sau pe o altă piaţă reglementată care operează regulat şi este recunoscută şi deschisă publicului, cu condiţia ca, alegerea bursei sau a pieţei reglementate să fie aprobată de C.N.V.M. ori să fie prevăzută în regulile fondului sau în actele constitutive ale societăţii de investiţii aprobate de C.N.V.M.;

2. această admitere să fie asigurată într-un termen de maximum un an de la emisiune;

d) titluri de participare ale O.P.C.V.M şi/sau A.O.P.C. cu caracteristicile prevăzute la art. 76 alin. (1) lit. a) şi b), autorizate în state membre sau nemembre, cu îndeplinirea cumulativă a următoarelor condiţii:

1. A.O.P.C. sunt autorizate, conform unei legislaţii care prevede că acestea sunt subiectul unei supravegheri considerate de C.N.V.M. ca fiind echivalente cu aceea prevăzută de legislaţia comunitară, iar cooperarea dintre C.N.V.M. şi autoritatea competentă din statul de origine este suficient asigurată;

2. nivelul de protecţie a investitorilor în respectivele A.O.P.C. este echivalent cu acela al investitorilor în O.P.C.V.M. şi, în special, regulile referitoare la segregare, împrumuturi şi vânzări pe poziţia descoperită a valorilor mobiliare şi instrumentelor pieţei monetare sunt similare prevederilor prezentei legi;

3. activităţile A.O.P.C. fac obiectul unor rapoarte semestriale şi anuale, care permit o evaluare a activului şi a pasivului, a veniturilor şi a operaţiunilor din perioada de raportare;

4. maximum 10% din activele totale ale celorlalte O.P.C.V.M. şi/sau A.O.P.C., în care se intenţionează să se investească, pot, în conformitate cu regulile fondului sau a actelor constitutive ale acestora, să fie investite în titluri de participare emise de alte O.P.C.V.M. şi A.O.P.C.;

e) depozite constituite la instituţii de credit, care sunt rambursabile la cerere sau oferă dreptul de retragere, cu o scadenţă care nu depăşeşte 12 luni, cu condiţia ca sediul social al instituţiei de credit să fie situat în România ori într-un stat membru sau, în situaţia în care acesta se află în afara Uniunii Europene, să fie supuse unor reguli prudenţiale evaluate de către C.N.V.M. ca fiind echivalente acelora emise de către Uniunea Europeană;

f) instrumente financiare derivate, incluzând şi pe cele care implică decontarea finală a unor fonduri băneşti, tranzacţionate pe o piaţă reglementată în sensul lit. a) şi b) şi/sau instrumente financiare derivate, negociate în afara pieţei reglementate, cu îndeplinirea cumulativă a următoarelor condiţii:

1. activul suport constă în instrumentele prevăzute în prezentul alineat, indici financiari, rata dobânzii şi cursul de schimb, în care O.P.C.V.M. poate investi, în conformitate cu obiectivele sale de investiţii, aşa cum sunt prevăzute în regulile fondului sau în actele constitutive;

2. contrapărţile, în cadrul negocierii derulate în afara pieţei reglementate, sunt instituţii, subiect al supravegherii prudenţiale, care aparţin categoriilor aprobate de C.N.V.M.;

3. instrumentele financiare derivate negociate în afara pieţei reglementate fac obiectul unei evaluări zilnice, de încredere şi verificabile, şi pot fi, la iniţiativa

O.P.C.V.M., vândute, lichidate sau poziția poate fi închisă, în orice moment, la valoarea lor justă, printr-o tranzacție de sens contrar;

g) instrumente ale pieței monetare, altele decât cele tranzacționate pe o piață reglementată, care sunt lichide și au o valoare care poate fi precis determinată în orice moment, cu condiția ca emisiunea sau emitentul să fie supuse reglementărilor referitoare la protecția investitorilor și a economiilor acestora, cu condiția ca acestea:

1. să fie emise sau garantate de o autoritate administrativă, centrală, locală sau regională, de o bancă centrală dintr-un stat membru, de Banca Centrală Europeană, de Uniunea Europeană sau de Banca Europeană de Investiții, de un stat nemembru sau, în situația statelor federale, de unul dintre membrii componenți ai federației, sau de un organism public internațional, din care fac parte unul sau mai multe state membre, sau

2. să fie emise de un organism ale cărui titluri sunt negociate pe piețele reglementate, menționate la lit. a) și b), sau

3. să fie emise sau garantate de o entitate, subiect al supravegherii prudențiale, în conformitate cu criteriile definite de legislația comunitară, sau de o entitate care este subiect al unor reguli prudențiale și se conformează acestora, reguli considerate de C.N.V.M. ca fiind cel puțin la fel de stricte precum cele prevăzute de legislația comunitară, sau

4. să fie emise de alte entități care aparțin categoriilor aprobate de C.N.V.M., cu condiția ca investițiile în astfel de instrumente să fie subiect al unei protecții a investitorilor, echivalente cu aceea prevăzută la pct. 1, 2 și 3, și ca emitentul să fie o societate al cărei capital și rezerve să se ridice la cel puțin 10.000.000 euro, care își prezintă și își publică conturile anuale, conform legislației comunitare aplicabile, sau o entitate care, în cadrul unui grup de societăți care conține una sau mai multe societăți listate, are rolul de a finanța grupul sau este o entitate dedicată finanțării vehiculelor de securitizare care beneficiază de o linie bancară de finanțare.

Conform art. 102 alin. (1) din Legea pieței de capital, prin derogare de la prevederile art. 101:

a) un O.P.C.V.M. poate investi cel mult 10% din activele sale în valori mobiliare și instrumente ale pieței monetare, altele decât cele menționate la art. 101;

b) o societate de investiții poate achiziționa numai acele bunuri mobile și imobile necesare pentru desfășurarea activității sale;

c) un O.P.C.V.M. nu poate investi în metale prețioase sau înscrisuri care atestă deținerea acestora.

În conformitate cu dispozițiile art. 116 din Legea nr. 297/2004 raportate la art. 187 din Regulamentul nr. 15/2004, investițiile unui AOPC[1] pot fi efectuate în

---

[1] În categoria „altor organisme de plasament colectiv" sunt incluse toate celelalte organisme de plasament colectiv care nu îndeplinesc condițiile legale pentru a se constitui în O.P.C.V.M.-uri, astfel cum sunt reliefate acestea în cadrul art. 76 și 83 din Legea pieței de capital și a reglementărilor C.N.V.M. emise în aplicarea acestora. Diferența esențială între O.P.C.V.M. și A.O.P.C. constă în **absența obligativității emisiunii și răscumpărării continue de titluri**, în cazul celui din urmă organism de plasament colectiv. Emisiunea și răscumpărarea de titluri de participare se realizează, în cazul A.O.P.C.-ului, numai în anumite momente, în general acestea având de regulă o frecvență rară.

categoriile de active menţionate la art. 101 alin. (1) din Legea nr. 297/2004 precum şi în:

a) **alte valori mobiliare şi instrumente ale pieţei monetare**: valori mobiliare neadmise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată, efecte de comerţ (bilete la ordin, cambii);

b) **valută**, achiziţionată pe piaţa internă, liber convertibilă, conform criteriilor B.N.R.;

c) **active imobiliare.**

Un AOPC **nu poate să investească** în instrumente financiare emise de către **S.A.I. care îl administrează.**

Un AOPC poate să **depăşească limitele** privind investiţiile în instrumentele financiare care sunt incluse în activul său în cazul exercitării **drepturilor de subscriere** aferente acestora, cu condiţia ca depăşirea să nu se întindă pe o perioadă mai mare de 90 de zile.

2.4. Incapacitatea specială izvorâtă din aplicarea art. 203 din Legea nr. 297/2004

O persoană care, urmare a achiziţiilor sale sau ale persoanelor cu care acţionează în mod concertat, deţine **mai mult de 33% din drepturile de vot asupra unei societăţi comerciale** admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată, precum şi persoanele cu care acesta acţionează în mod concertat nu mai pot achiziţiona, prin alte operaţiuni, acţiuni ale aceluiaşi emitent până la derularea ofertei publice obligatorii de preluare (potrivit art. 203 din Legea nr. 297/2004). Incapacitatea de a dobândi acţiuni ale emitentului în cauză are un **caracter temporar**, restricţia fiind eliminată în cazul în care se derulează oferta publică obligatorie.

2.5. Incapacitatea prevăzută de art. 245 din Legea nr. 297/2004

Potrivit art. 245 din Legea pieţei de capital, „se interzice oricărei persoane care deţine informaţii privilegiate **să utilizeze respectivele informaţii pentru dobândirea sau înstrăinarea ori pentru intenţia de dobândire sau înstrăinare,** pe cont propriu sau pe contul unei terţe persoane, direct ori indirect, de instrumente financiare la care aceste informaţii se referă". Această incapacitate are un **caracter temporar,** dispărând în momentul în care informaţiile în cauză devin publice.

2.6. Incapacitatea prevăzută de art. 46 alin. (1) din Legea nr. 85/2006

Ulterior deschiderii procedurii insolvenţei **debitorul nu mai poate încheia tranzacţii decât cu autorizarea judecătorului sindic** sau dacă aceste tranzacţii pot fi încadrate în **categoria activităţilor curente** (această din urmă situaţie poate apărea în cazul persoanelor juridice specializate în realizarea de investiţii pe piaţa de capital, societăţi de investiţii sau de administrarea investiţiilor, S.S.I.F. autorizate să tranzacţioneze în cont propriu etc.), conform **art. 46 alin. (1) din Legea nr. 85/2006.** Tranzacţiile care pot fi încadrate în categoria activităţilor curente se încheie sub supravegherea sau conducerea administratorului judiciar, potrivit art. 49 din Legea nr. 85/2006.

2.7. Incapacitatea specială izvorâtă din art. 286^1 din Legea nr. 297/2004

Potrivit art. 286^1 din Legea nr. 297/2004[1], orice persoană poate dobândi cu orice titlu sau poate deţine, singură ori împreună cu persoanele cu care acţionează în mod concertat, acţiuni emise de către societăţile de investiţii financiare rezultate din transformarea fondurilor proprietăţii private, dar nu mai mult de 5% din capitalul social al societăţilor de investiţii financiare. Acţionarii au obligaţia ca la atingerea pragului de 5% să informeze în maximum 3 zile lucrătoare societatea de investiţii financiare, C.N.V.M. şi piaţa reglementată pe care sunt tranzacţionate respectivele acţiuni. În termen de 3 luni de la data depăşirii limitei de 5% din capitalul social al societăţilor de investiţii financiare, acţionarii aflaţi în această situaţie sunt obligaţi să vândă acţiunile care depăşesc limita de deţinere. Aceste prevederi legale sunt neconstituţionale în opinia noastră[2], indiferent de nivelul pragului de deţinere, însă Curtea Constituţională a decis în sens contrar[3]. În cazul dispoziţiilor art. 286^1 din Legea nr. 297/2004 **nu poate fi identificat niciun interes public** care să poată justifica instituirea unei limite asupra dreptului de proprietate asupra acţiunilor Societăţilor de Investiţii Financiare (SIF). Din contră, se poate susţine cu justificat temei că interesul public constă în acordarea libertăţii oricărei persoane de a achiziţiona nestingherită acţiuni ale Societăţilor de Investiţii Financiare, întrucât numai astfel valoarea acestor titluri va putea creşte. Menţinând orice fel de limită de deţinere, împotriva voinţei acţionarilor, nu se poate obţine decât efectul contrar, de limitare a posibilităţii de creştere a valorii de piaţă a acestora, din cauza absenţei cumpărătorilor de pe piaţă. Voinţa juridică a acţionarilor celor cinci Societăţi de Investiţii Financiare este nesocotită prin prezenţa în legislaţie normei analizate. O astfel de limitare ar fi fost justificată în ipoteza în care statul ar fi deţinut participaţii la capitalul social al SIF-urilor, interesul public într-o asemenea situaţie putând fi temeiul adoptării unei legi speciale. În prezent însă, capitalul social al SIF-urilor fiind totalmente privat, nu există niciun temei constituţional pentru ca dreptul de proprietate al investitorilor în acţiuni emise de cele cinci SIF-uri să fie îngrădit. Apoi, pe de altă parte, este evident că eliminarea dispoziţiei legale privind pragul de deţinere la Societăţile de Investiţii Financiare şi redarea dreptului de decizie acţionarilor acestor societăţi ar avea un efect absolut pozitiv în privinţa valorii de piaţă a acţiunilor SIF-urilor. Investitorii **vor redobândi motivaţia de a cumpăra titluri emise de SIF-uri**, la preţuri superioare, întrucât vor avea posibilitatea de a îşi spune cuvântul cu privire la politica economică a acestor entităţi. Din acelaşi considerent al absenţei unui interes public, suntem şi în prezenţa unei încălcări a dispoziţiilor art. 1 parag. 2 din primul Protocol adiţional la Convenţia pentru apărarea drepturilor omului şi a libertăţilor fundamentale, care recunosc dreptul statelor de a reglementa, prin lege, **„folosinţa bunurilor conform interesului general"**. În doctrina dreptului constituţional[4], pornindu-se de la jurisprudenţa CEDO, au fost evidenţiate două condiţii fundamentale ale limitării exerciţiului dreptului de folosinţă, prin măsurile luate de autorităţile naţionale, în sensul vizat de art. 1 alin. (2) din Protocolul adiţional:

---

[1] Prin Legea nr. 11/2012, publicată în M.Of. nr. 20 din 10 ianuarie 2012, limita maximă de deţinere la capitalul social al S.I.F.-urilor a crescut de la 1% la 5%.

[2] *C. Duţescu*, Drepturile acţionarilor, ed. a 3-a, Ed. C.H. Beck, 2010, p. 46-48.

[3] Deciziile nr. 1068 şi 1120 din 2009, www.ccr.ro.

[4] *F.A. Baias*, în *I. Muraru, E.S. Tănăsescu* (coord.), Constituţia României, p. 443.

B.C.U. „M. EMINESCU" IAŞI

a) restricţionarea, atunci când nu reprezintă o veritabilă privare de proprietate, **nu trebuie să atingă substanţa dreptului.**

b) este necesară respectarea **principiului proporţionalităţii** între mijloacele folosite şi scopul urmărit.

Asigurarea unei proporţionalităţi între mijloacele utilizate şi obiectul vizat, este fructul necesităţii păstrării unui „just echilibru între exigenţele generale ale comunităţi şi imperativele de apărare a drepturilor fundamentale ale individului"[1].

2.8. Incapacităţi izvorâte din legislaţia privatizării

Potrivit art. 5 alin. (3) din Legea nr. 137/2002 privind unele măsuri pentru accelerarea privatizării [2], nu pot participa la procesul de privatizare persoane fizice sau juridice, române ori străine, care au avut contracte de vânzare-cumpărare de acţiuni încheiate cu oricare instituţie publică implicată şi care au fost rezolvite din cauze imputabile acestora printr-o hotărâre judecătorească sau arbitrală definitivă şi irevocabilă sau ca efect al condiţiilor de rezoluţiune stipulate în contractele de vânzare-cumpărare de acţiuni, precum şi cei care înregistrează datorii bugetare restante.

De asemenea, conform art. 9 alin. (6) din O.U.G. nr. 88/1997 privind privatizarea societăţilor comerciale[3], A.V.A.S. nu poate cumpăra acţiuni emise de societăţi comerciale ori active din patrimoniul acestora.

Capitolul IV. Obiectul contractului. Lucrul vândut

Secţiunea 1. Aspecte cu caracter general

Analizând condiţiile pe care trebuie să le îndeplinească lucrul vândut, nu ne vom îndepărta de la structura clasică de prezentare a acestora, precum şi de principiul *nemo plus iuris ad alium transfere potest, quam ipse habet.*

În materia vânzării acţiunilor se remarcă anumite **condiţii generale**, de drept comun pe care trebuie să le îndeplinească lucrul vândut pentru a putea face obiectul unui contract de vânzare-cumpărare de acţiuni care nu sunt diferite în funcţie de caracterul de acţiune listată în cadrul unui sistem multilateral de tranzacţionare (piaţă reglementată sau sistem multifuncţional de tranzacţionare).sau de acţiune nelistată.

Pe de altă parte, intervin, în cazul acţiunilor listate în cadrul unui sistem multifuncţional de tranzacţionare, şi o serie de **condiţii speciale** ce trebuie îndeplinite pentru încheierea valabilă a tranzacţiei bursiere.

---

[1] *C. Bîrsan*, Convenţia Europeană..., op. cit., vol. I, p. 1043.

[2] M.Of. nr. 215 din 28 martie 2002.

[3] M.Of. nr. 381 din 29 decembrie 1997.

Secțiunea a 2-a. Trăsături generale ale condițiilor obiectului unui contract de vânzare-cumpărare de acțiuni

În privința condițiilor pe care trebuie să le îndeplinească un **bun** pentru a avea calitatea de **„lucru vândut"**, respectiv pentru a reprezenta obiect juridic adiacent al contractului de vânzare-cumpărare, în cazul tranzacției bursiere se remarcă o serie de particularități.

2.1. Acțiunile să fie în circuitul civil

Este evident că acțiunile obiect al tranzacției trebuie **să fie în circuitul civil** (art. 1229 NCC), să nu fie indisponibilizate de aplicarea unei norme legale sau convenționale.

În cazul acțiunilor admise la tranzacționare pe o piață reglementată sau într-un sistem alternativ de tranzacționare, deținute public cu alte cuvine, este necesar ca acestea să nu fie suspendate de la tranzacționare în cadrul sistemului respectiv, practic să nu fie lovite de o indisponibilizare temporară. Dacă acțiunile listate pe o piață reglementată sunt tranzacționate și pe o piață de tip OTC suntem de părere că suspendarea de la tranzacționare de pe piața reglementată afectează și posibilitatea tranzacționării pe piața OTC.

Nu pot fi încheiate contracte de vânzare-cumpărare de acțiuni tranzacționate pe o piață reglementată, în cadrul unui sistem alternativ de tranzacționare sau pe o piață OTC, în afara acestor sisteme multilaterale de tranzacționare, spre exemplu, prin declarație în registrul acționarilor, întrucât ar fi fraudate, într-o asemenea ipoteză, dispozițiile art. 98 alin. (2) din Legea nr. 31/1990 și ale art. 145 din Legea nr. 297/2004. Desigur piața OTC, sistem bilateral de tranzacționare, trebuie să fie administrată de un operator autorizat de către autoritatea administrativă în acest sens, fiind supusă regulilor de transparență și de protecție a investitorilor stabilite în normele legale incidente.

2.2. Acțiunile vândute să existe, să fie determinate, licite și posibile

Condițiile referitoare la lucrul vândut legate de **existența acestuia la momentul încheierii contractului**, de caracteristica de a fi **determinat sau determinabil, licit și posibil**, nu ridică probleme deosebite în privința acțiunilor, obiect adiacent al tranzacției bursiere.

Obiect al tranzacției nu pot fi decât **acțiunile emise, existente** (chiar atunci când se tranzacționează drepturi de preferință sau de alocare care permit deținătorului să achiziționeze acțiuni ce vor fi emise în viitor, este vorba de transmiterea dreptului de proprietate asupra unor instrumente financiare, această calitate fiind în mod necesar deținută de drepturile de preferință sau de alocare, prin securitizarea lor). **Standardizarea contractelor de vânzare-cumpărare de instrumente financiare impune ca obiectul lor să fie determinat** sub aspectul lucrului vândut. O tranzacție nu poate să se încheie asupra unui număr neprecizat, nedefinit de instrumente financiare.

Obiectul tranzacţiei trebuie **să fie licit**. Un exemplu de obiect ilicit îl reprezintă acţiunile care au fost furate, transferate fraudulos de pe numele adevăratului proprietar pe numele unui terţ, vânzătorul din tranzacţia respectivă sau o altă persoană.

Obiectul tranzacţiei trebuie **să fie posibil**. Nu pot face obiectul unei tranzacţii mai multe instrumente financiare de un anumit tip decât au fost emise. Nicio vânzare în lipsă (*short selling*) nu poate să aibă drept obiect mai multe instrumente financiare decât totalul celor existente în emisiunea respectivă.

2.3. Condiţia ca vânzătorul să fie proprietarul acţiunilor vândute

O aplicabilitate aparte în dreptul pieţei de capital o prezintă cerinţa din dreptul comun referitoare la necesitatea ca **vânzătorul să fie proprietarul lucrului vândut**. Există anumite pieţe financiare unde sunt permise **vânzările în lipsă**, respectiv tranzacţiile în care vânzătorul vinde anumite instrumente financiare pe care nu le deţine la data tranzacţiei, însă se obligă să le procure până la data de decontare. Pe de altă parte, pe multe pieţe financiare există stipulat **dreptul unui investitor de a revinde titlurile cumpărate imediat după încheierea tranzacţiei**, chiar dacă dreptul de proprietate asupra acestora nu a intrat în patrimoniul său, întrucât nu a fost împlinit termenul de decontare (în general acest termen este de trei zile lucrătoare de la data încheierii tranzacţiei).

În cazul vânzării acţiunilor, condiţia ca vânzătorul să fie proprietarul lucrului vândut, exprimată prin adagiul *nemo plus juris ad alienum transfere potest, quam ispe habet* nu este incidentă în aceleaşi circumstanţe şi situaţii ca şi în dreptul comun, fiind necesară realizarea unei operaţiuni de delimitare a sferei sale de aplicare.

Este adevărat că, *de lege lata*, normele juridice existente sunt insuficiente pentru a se contura o regulă clară şi incontestabilă, însă, un răspuns eficient şi pragmatic credem că se poate formula dacă este realizată o interpretare corectă a acelor principii şi reguli generale ale dreptului civil care sunt aplicabile în cazul contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni.

În această analiză vom prezenta separat situaţia acţiunilor emise în formă materială, fie că sunt nominative sau la purtător, de cele dematerializate, însă mai întâi vom cerceta problema inopozabilităţii excepţiilor în materia contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni.

Secţiunea a 3-a. Aplicarea principiului *nemo plus iuris ad alium transferum potest* în cazul contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni

3.1 Inopozabilitatea excepţiilor

Inopozabilitatea excepţiilor a fost consacrată legislativ şi jurisprudenţial în materia titlurilor comerciale de valoare.

Potrivit art. 19 din Legea nr. 58/1934 asupra cambiei şi biletului la ordin: „Persoanele împotriva cărora s-a pornit acţiune cambială nu pot opune posesorului excepţiunile întemeiate pe raporturile lor personale, cu trăgătorul sau cu posesorii anteriori, afară numai dacă posesorul dobândind cambia a lucrat cu ştiinţă în paguba debitorului."

Aceste prevederi sunt aplicabile și în cazul biletului la ordin, în materia cecului fiind incidente dispoziții cu conținut similar conținute de art. 23 din Legea nr. 59/1934.

Dispozițiile art. 1589 alin. (1) NCC prevăd că debitorul nu poate opune deținătorului titlului alte excepții decât cele care privesc nulitatea titlului, cele care reies neîndoielnic din cuprinsul acestuia, precum și cele care pot fi invocate personal împotriva deținătorului. Cu toate acestea, deținătorul care a dobândit titlul în frauda debitorului nu se poate prevala de principiul inopozabilității excepțiilor [art. 1589 alin. (2)].

Noul Cod civil descrie în cadrul art. 17 alin. (2) noțiunea de eroare comună și invincibilă: atunci când cineva, împărtășind o credință comună și invincibilă, a considerat că o persoană are un anumit drept sau o anumită calitate juridică, instanța judecătorească, ținând seama de împrejurări, va putea hotărî că actul încheiat în această stare va produce, față de cel aflat în eroare, aceleași efecte ca și când ar fi valabil, afară de cazul în care desființarea lui nu i-ar cauza niciun prejudiciu.

Întrebarea care se ridică este: este incident pe deplin principiul inopozabilității și în materia instrumentelor financiare? Dacă răspunsul este afirmativ, atunci suntem în prezența unei excepții de la *principiul nemo plus iuris ad alium transfere potest quam ipse habet*.

Aplicabilitatea principiului inopozabilității excepțiilor a fost contestată inițial în materia titlurilor financiare. Profesorul Thaller arăta că „nu există nicio rațiune în a presupune că societatea a renunțat voluntar de a se prevala în raport cu dobânditorul titlului de mijloacele de apărare pe care le putea invoca față de subscriitorul inițial"[1].

Viziunea autorilor francezi a evoluat însă treptat, o schimbare de optică făcându-se simțită după primul război mondial. Profesorul Henri Capitant considera încă din 1923 că titlurile negociabile „oferă o mai mare siguranță prin regula inopozabilității excepțiilor"[2]. Nu mai puțin, s-a afirmat fără echivoc aplicarea principiului inopozabilității în materia valorilor mobiliare imediat după cel de-al doilea război mondial[3].

Doctrina română interbelică a afirmat regula opozabilității excepțiilor, prof. I-L. Georgescu susținând că „excepțiile pe care debitorul le putea opune primului dobânditor sunt opozabile și celor posteriori"[4].

În prezent, dispozițiile art. 211-16 din Codul monetar și financiar francez stipulează că nu pot fi revendicate titlurile financiare achiziționate cu bună-credință de persoana pe al cărui nume sunt înscrise în cont respectivele valori.

Având în vedere aceste prevederi legale, s-a apreciat[5] că este pe deplin aplicabil și în materia valorilor mobiliare dematerializate principiul prescripției instantanee, incident în situația posesiei bunurilor mobile corporale.

---

[1] *E. Thaller*, De la nature juridique du titre de crédit. Contribution à une étude générale sur le droit des obligations, Ann., 1907, n° 159, p. 131.

[2] *H. Capitant*, De la cause des obligations (contrats, engagements unilatéraux, legs), Dalloz, 1923, n° 185, p. 403.

[3] *J. Larguier*, Essai sur la notion de titre en droit privé, Thèse Montpellier, 1948, n° 216, p. 242.

[4] *I.L. Georgescu*, Drept comercial român, vol. II, Ed. All Beck, 2002, p. 487.

[5] *M. Dubertret, D. Mangenet*, op. cit., p. 448.

Acceptarea acestui principiu în domeniul valorilor mobiliare şi al acţiunilor în special trebuie să fie supusă unui examen riguros.

Analiza porneşte de la natura juridică a acţiunilor, **valori mobiliare care nu reprezintă simple creanţe împotriva societăţii emitente**[1], ci conferă mai multe drepturi proprietarului său, care îi creează acestuia vocaţia de a intra în raporturi juridice complexe cu societatea emitentă. Proprietarul acţiunii nu este aşadar un simplu creditor al societăţii, ci o persoană care intră într-o relaţie contractuală mai amplă cu societatea, generatoare de raporturi juridice complexe.

Nefiind vorba de un raport obligaţional clasic, este esenţial a se stabili dacă, aplicând *mutatis mutandis* modelul juridic al raportului cambial, societatea, care ar avea rolul de debitor *„sui generis*”, poate opune deţinătorului acţiunii excepţiile pe care le-ar fi putut invoca faţă de autorul acestuia sau faţă de cedenţii anteriori, izvorâte din „raporturi personale”.

Răspunsul este necesar să ţină cont de natura raportului juridic dintre un acţionar şi societate. În principiu, acest raport juridic complex conduce la o separare completă a sa de orice alt tip de raporturi juridice obligaţionale care s-ar putea naşte între acţionar şi societate. Ca atare, dobândirea calităţii de debitor al societăţii de către acţionar nu poate să aducă, de regulă, nicio atingere calităţii sale de acţionar sau întinderii drepturilor ce derivă din această calitate.

Există, este adevărat, anumite situaţii în care societatea poate proceda la anularea acţiunilor unei persoane care nu a respectat anumite obligaţii de natură contractuală sau legală. În dreptul societar român există două situaţii conturate de normele juridice în vigoare: cea prevăzută de art. 100 alin. (2) din Legea nr. 31/1990 şi cea reglementată de art. 183 din Legea nr. 297/2004.

În cazul în care un acţionar şi-a încălcat obligaţia legală de a efectua până la scadenţă vărsămintele aferente subscrierii sale, există un drept potestativ al consiliului de administraţie de a declanşa o procedură împotriva sa care s-ar putea finaliza cu stingerea dreptului de proprietate asupra acţiunilor neplătite. În această situaţie, potrivit art. 100 alin. (2) din Legea nr. 31/1990, consiliul de administraţie, respectiv directoratul, va putea decide fie urmărirea acţionarilor pentru vărsămintele restante, fie anularea acestor acţiuni nominative.

În acest caz, vizat de art. 100 alin. (2), se ridică întrebarea care va fi soarta actului juridic translativ de proprietate încheiat între o persoană care nu a efectuat vărsămintele legale şi un terţ dobânditor. Răspunsul ni se pare simplu: dacă societatea adoptă decizia anulării acţiunilor, aceasta îi va fi opozabilă subdobânditorului, după cum este opozabilă oricărui acţionar. Subdobânditorul era obligat să cunoască în momentul în care a dobândit acţiunile pentru care nu erau achitate vărsămintele că aceste acţiuni nu sunt integral liberate. Potrivit art. 109, situaţia acţiunilor trebuie să fie cuprinsă în anexa la situaţia financiară anuală şi, în mod deosebit, să se precizeze dacă ele au fost integral liberate şi, după caz, numărul acţiunilor pentru care s-a cerut, fără rezultat, efectuarea vărsămintelor. Absenţa verificării situaţiilor financiare anuale, documente publice, de către orice cumpărător nu poate fi acceptată ca făcând parte din sfera de incidenţă a bunei-credinţe. Aşadar, orice subdobânditor de acţiuni are posibilitatea de a cunoaşte dacă au fost sau nu efectuate vărsămintele corespunzătoare. Mai mult, dispoziţia specială din cadrul art. 98 alin. (3) din Legea nr. 31/1990 stipulează că „subscriitorii şi cesionarii ulteriori sunt răspunzători solidar de plata acţiunilor timp de 3 ani, socotiţi de la data când s-a făcut menţiunea de transmitere în registrul acţionarilor." Subdobânditorul unor acţiuni neachitate integral, având posibilitatea de a cunoaşte acest aspect, va negocia şi plăti în principiu un preţ corespunzător pentru acţiunile respective, care să ia în considerare faptul că vărsămintele nu au fost efectuate în întregime.

---

[1] În acelaşi sens, *C. Predoiu* în *St.D. Cărpenaru, S. David, C. Predoiu, Gh. Piperea*, op. cit., 2009, p. 364; *E. Cîrcei*, Constituirea societăţilor comerciale pe acţiuni, Ed. Lumina Lex, 1995, Bucureşti, 1995, p. 171.

Prin simetrie, în cazul neachitării vărsămintelor datorate ca urmare a subscrierii în cadrul unei majorări de capital social, se aplică, potrivit dispoziţiilor art. 220 alin. (4) din Legea nr. 31/1990, aceleaşi reguli ca şi în situaţia neplăţii acţiunilor subscrise la constituirea societăţii, societatea putând decide fie anularea acţiunilor, fie urmărirea acţionarului-debitor pentru plata vărsămintelor.

În aceste circumstanţe, **în cazul anulării acţiunilor pentru neplata vărsămintelor este inaplicabil principiul inopozabilităţii excepţiilor**, întrucât subdobânditorul este în toate situaţiile de rea-credinţă.

Tot astfel, conform art. 283 din Legea nr. 297/2004 privind piaţa de capital, instituie o procedură care poate conduce până la anularea acţiunilor unei entităţi reglementate[1], dobândite cu încălcarea prevederilor legale.

În cazul aplicării art. 283 din Legea nr. 297/2004, titlul subdobânditorului nu va fi afectat *ope legis* de viciile titlului vânzătorului. Acest text legal instituie o procedură prin care emitentul şi autoritatea administrativă a pieţei de capital îi pun în prealabil în vedere deţinătorului acţiunilor să respecte dispoziţiile legale, măsura anulării acţiunilor survenind cu titlu de sancţiune numai în ipoteza nerespectării obligaţiei de înstrăinare a acţiunilor în termenul legal. Aşadar, în această situaţie, prima soluţie vizată de lege este vânzarea acţiunilor dobândite cu încălcarea dispoziţiilor legale de către o anumită persoană. În cazul în care acţionarul care a dobândit acţiunile respective se conformează obligaţiei de a vinde, cumpărătorul va deţine un titlu neviciat în ipoteza în care el însuşi îndeplineşte condiţiile legale pentru a deţine acţiunile respective[2].

În acest caz, **excepţiile îi sunt inopozabile prin voinţa expresă a legiuitorului**, care leagă viciile titlului de calitatea persoanei acţionarului şi nu de obiectul actului translativ de proprietate.

---

[1] Entităţile reglementate, în accepţiunea avută în vedere de legislaţia pieţei de capital sunt: societăţile de servicii şi investiţii financiare, organismele de plasament colectiv, operatorii de piaţă, depozitarii, casa de compensatie, societăţile de registru. În practică, C.N.V.M. tratează emitenţii drept entităţi reglementate, cărora le sunt incidente prevederile art. 2 alin. (5) din legea pieţei de capital

[2] În esenţă, art. 283 vizează ipoteza în care C.N.V.M. nu autorizează dobândirea poziţiei notificate de acţionarul respectiv, ori poate viza, prin raportare la art. 286^1 din lege, ipoteza depăşirii pragului maxim de deţinere la capitalul social al Societăţilor de Investiţii Financiare (SIF).

3.2. Principiul *nemo plus iuris...* în cazul vânzării acţiunilor emise în formă materială

Acţiunile la purtător emise în formă materială au natura juridică de bunuri mobile corporale, astfel încât vor fi, în mod inevitabil, supuse regimului juridic care guvernează acest gen de bunuri, inclusiv normelor juridice din art. 937 NCC. Acţiunile nominative emise în formă materială sunt supuse regimului juridic conturat de art. 98 din Legea nr. 31/1990.

În primul rând, trebuie subliniat faptul că dreptul de proprietate asupra acţiunilor, bunuri de gen, se transmite în momentul individualizării şi nu în cel al realizării acordului de voinţă[1]. În cazul acţiunilor la purtător, momentul individualizării şi cel al transmiterii dreptului de proprietate coincid, întrucât este vorba de momentul realizării tradiţiunii. În cazul acţiunilor nominative emise în formă materială, momentul transmiterii dreptului de proprietate este ultima dată dintre momentul declaraţiei în registrul acţionarilor şi cel al efectuării menţiunii pe titlu.

Vânzătorul este ţinut să devină proprietarul titlurilor până în momentul individualizării sau să le împrumute până la acest moment pentru a-şi putea îndeplini obligaţia de predare.

În cazul conflictului dintre cumpărători succesivi ai unor acţiuni înstrăinate de acelaşi vânzător, va opera art. 937 NCC în cazul titlurilor la purtător în beneficiul posesorului, chiar dacă nu are prioritate în timp, întrucât dreptul de proprietate în acest caz se transmite numai prin remiterea materială a titlurilor. În cazul acţiunilor nominative emise în formă materială va fi incident art. 98 alin. (1) din Legea nr. 31/1990 sau clauza din actul constitutiv privind transmiterea dreptului de proprietate, dacă aceasta derogă de la dreptul comun, întrucât, potrivit art. 98 alin. (1) teza ultimă din Legea nr. 31/1990, norma are un caracter dispozitiv, iar prin actul constitutiv se pot prevedea şi alte forme de transmitere a dreptului de proprietate asupra acţiunilor.

În cazul în care un cumpărător a încheiat un act translativ de proprietate de acţiuni emise în formă materială cu adevăratul proprietar, iar un altul cu un proprietar aparent, cel de-al doilea va fi preferat dacă va avea posesia acţiunilor la purtător sau, în cazul acţiunilor nominative, dacă autorul său va figura la momentul declaraţiei în registrul acţionarilor, adică în momentul individualizării bunurilor de gen, ca proprietar al acţiunilor respective şi va fi în măsură să asigure menţionarea pe titlu a cesiunii.

În condiţiile existenţei unui formalism impus de art. 98 alin. (1) din Legea nr. 31/1990, considerăm că în cazul acţiunilor nominative emise în formă materială nu sunt aplicabile dispoziţiile art. 937 NCC, a căror sferă de aplicare este limitată la bunurile mobile corporale. În situaţia în care în registrul acţionarilor este înregistrată în calitate de acţionar o anumită persoană, iar aceasta va încheia un contract de vânzare-cumpărare privind acţiunile respective, titlul cumpărătorului de bună-credinţă va fi valabil. În cazul conflictului dintre adevăratul proprietar şi proprietarul aparent, anularea titlului celui de-al doilea nu va impieta asupra titlului subdobânditorilor ulteriori şi succesivi de bună-credinţă care s-au întemeiat pe aparenţa de drept, fiind aplicabil principiul *error comunis facit ius*. Curtea de casație franceză a consacrat această soluție încă din 1815[1]. Explicația este fundamentată de caracterul de bunuri de gen fungibile al acțiunilor, vânzătorul neproprietar, dacă va pierde litigiul cu adevăratul proprietar va putea pune în aplicare principiul *restitutio in integrum* transmițând acestuia bunuri (acțiuni) din aceeași categorie cu cele înstrăinate terților, care au aparținut adevăratului proprietar.

---

[1] *Fr. Deak*, op. cit., p. 102.

În situația evocată referitoare la acte de translative de proprietate încheiate atât de adevăratul proprietar, cât și de proprietarul aparent, în calitate de vânzători, adevăratul proprietar și-a asumat obligația să-i transmită cumpărătorului dreptul de proprietate la termenul prevăzut în contract (este de presupus că a fost încheiat un înscris sub semnătură privată, nefiind îndeplinite formalitățile cumulative ale mențiunii pe titlu și declarației în registrul acționarilor, întrucât, dacă acestea ar putea fi îndeplinite, nu ar mai exista proprietar aparent). Adevăratul proprietar va trebui, pentru a-și onora obligația de transmitere a dreptului de proprietate asumată prin contract, să dețină acele acțiuni până la momentul individualizării fie în proprietate, fie cu împrumut. Fiind bunuri de gen va fi un împrumut de consumație - *mutuum*, reglementat de art. 1576 și urm. vechiul C.civ. (art. 2158 și urm. NCC). Dacă adevăratul proprietar nu va figura ca titular al dreptului de proprietate în registrul acționarilor la data scadenței obligației de transmitere a dreptului de proprietate către cumpărător, el nu-și va putea îndeplini această obligație, fiind supus riscului rezoluțiunii sau excepției de neexecutare a contractului, precum și a celui de a plăti daune interese.

În ipoteza în care există un act secret între adevăratul proprietar și proprietarul aparent, prin care primul îi transmite în mod fictiv, simulat, proprietatea asupra acțiunilor celui de-al doilea, în cazul concursului dintre subdobânditori[2] va fi preferat cel care a dobândit cu bună-credință și a ignorat caracterul fictiv al actului încheiat de autorul său[3]. Ca atare, în dreptul comun, terțul subdobânditor al unor acțiuni la purtător este protejat și de dispozițiile art. 1289 NCC, dar și de art. 937 NCC, dacă are posesia, și numai de art. 1289 NCC, dacă nu are posesia, pentru că nu are *corpus*[4]. În cazul vânzării acțiunilor, datorită formalismului impus de prevederile legale, absența posesiei echivalează cu absența titlului în cazul acțiunilor la purtător. În cazul acțiunilor nominative emise în formă materială, persoana înscrisă în registrul acționarilor va putea transmite în mod valid unui terț de bună-credință, care nu cunoaște prevederile înscrisului secret. Practic, și în situația transmiterii de către adevăratul proprietar și de către proprietarul aparent a dreptului de proprietate asupra acţiunilor nominative se păstrează aceeaşi regulă: cel care a ignorat existenţa simulaţiei este preferat[1]. Nu credem că este aplicabilă însă, în cazul transmiterii proprietăţii asupra acţiunilor nominative materializate, regula de drept comun potrivit căreia aparenţa generată de posesie este mai puternică decât cea întemeiată pe simulaţie[2], întrucât posesia unor acţiuni nominative materializate care au inserat un alt proprietar în cuprinsul lor, iar în registrul acţionarilor figurează de asemenea o altă persoană înregistrată, nu conferă niciun drept deţinătorului lor (acţiunile nominative emise în formă materială au natura juridică de bun incorporal, astfel încât ideea de posesie trebuie privită într-o accepţiune nouă, detaşată de ideea de stăpânire materială).

---

[1] Req, 3 august 1815, citată în *L. Boyer*, Sur quelques adages: notes d'histoire et de jurisprudence, Bibliothèque de l'école des chartes. 1998, tome 156, livraison 1, p. 53, http://www.persee.fr/web/revues/home/prescript/article/bec_03736237_1998_num_156_1_45 0911.

[2] Prof. Flavius Baias, citând și pe *M. Dagot*, La simulation en droit prive, These pour doctorat, LDGJ, R. Pichon și R. Durand-Auzias, Paris, 1967, p. 143, arată că există o distincție între dobânditor, cel care primește dreptul de la adevăratul proprietar și subdobânditor, cel care primește dreptul de la un proprietar aparent, *F.A. Baias*, Simulația. Studiu de doctrină și jurisprudență, Ed. Rosetti, București, 2003, p. 146.

[3] *F.A. Baias*, op. cit., p. 147.

[4] Ibidem, p. 148, referindu-se la textele din vechiul Cod civil.

În ipoteza în care persoana înscrisă pe titlu şi cea înregistrată în registrul acţionarilor sunt diferite, conflictul dintre ele, în lipsa unei stipulaţii în actul constitutiv, va fi soluţionat în favoarea celei înscrise în registru, întrucât simpla menţionare pe titlu nu asigură opozabilitate nici faţă de societate[3] şi nici faţă de terţi.

3.3. Principiul *nemo plus iuris...* în cazul vânzării acţiunilor dematerializate

Discuţia privind aplicarea principiul *nemo plus iuris...* în cazul vânzării acţiunilor dematerializate nu diferă în esenţă în mod fundamental de cea care se face în cazul acţiunilor nominative emise în formă materială.

Din perspectiva dreptului pieţei de capital este necesar însă să cercetăm câteva situaţii juridice aparte. Acestea sunt:

- anularea unei hotărâri a adunării generale care a decis majorarea capitalului social; discuţia este identică şi în cazul acţiunilor emise în formă materială, însă celeritatea încheierii raporturilor juridice pe piaţa de capital, având drept obiect material titluri dematerializate, ar trebui să confere o *ratio legis* distinctă, întrucât cumpărarea unor acţiuni pe piaţa de capital are, în principiu, o cauză diferită de cea existentă în cazul dobândirii unor acţiuni nelistate;
- vânzările în lipsă (*short*);
- revânzarea acţiunilor imediat după încheierea tranzacţiei, dar înainte de transferul dreptului de proprietate în patrimoniul cumpărătorului.

În funcţie de soluţiile juridice aplicabile acestor situaţii vom putea stabili o concluzie coerentă în privinţa incidenţei principiului „*nemo plus iuris...*" în cazul transferului acţiunilor dematerializate.

---

[1] Ibidem.

[2] Ibidem.

[3] Prof. I.L. Georgescu considera că transmiterea proprietăţii asupra acţiunilor nominative se face consensual, menţionarea în registru având rolul asigurării opozabilităţii faţă de societate, *I.L. Georgescu*, op. cit., p. 488-489; teza sa a fost combătută în mod justificat în doctrina contemporană, arătându-se că înscrierea în registru este prevăzută *ad validitatem* pentru transmiterea proprietăţii asupra acţiunilor - *Gh. Piperea*, op. cit., p. 275; *C. Predoiu*, în *St.D. Cărpenaru, S. David, C. Predoiu, Gh. Piperea*, op. cit., 2009, p. 349.

3.3.1. Desfiinţarea titlului vânzătorului în cazul anulării hotărârii adunării generale extraordinare prin care s-a aprobat majorarea capitalului social sau în cazul pronunţării nulităţii societăţii

O aplicaţie practică a acestei soluţii o reprezintă cazul în care acţiunile ce au făcut obiectul unui act translativ de proprietate sunt anulate, spre exemplu, în ipoteza anulării unei hotărâri a adunării generale a acţionarilor care a decis majorarea de capital social. Într-o asemenea situaţie, o anumită perioadă de timp, cea cuprinsă între momentul intrării în contul acţionarilor a acţiunilor noi subscrise şi momentul punerii în executare a efectelor hotărârii judecătoreşti de anulare a hotărârii Adunării Generale prin care s-a decis majorarea capitalului social, acţiunile nou emise circulă în mod liber pe piaţă, indiferent dacă este vorba de o piaţă de capital ce funcţionează sub forma unui sistem multilateral de tranzacţionare, de o piaţă tip OTC sau de o piaţă „gri" a unor acţiuni nelistate. Momentul începând cu care încetează posibilitatea transmiterii dreptului de proprietate asupra acestor acţiuni este acela al radierii menţiunilor izvorând din hotărârea adunării generale extraordinare de majorare a capitalului social din registrul comerţului.

Întrebarea care se pune este: care este soluţia legală în ipoteza în care acţiunile emise în cadrul majorării de capital social au fost înstrăinate unor terţi dobânditori de bună-credinţă, care nu cunoşteau că au cumpărat acţiuni supuse riscului anulării? Aceşti terţi dobânditori puteau foarte bine să achiziţioneze acţiuni vechi, emise la constituirea societăţii sau în cadrul unei majorări de capital social anterioare.

Unicul text legal incident care ar putea întemeia soluţia acestei probleme de drept este art. 132 alin. (19) din Legea nr. 31/1990 care dispune că hotărârea judecătorească irevocabilă de anulare a unei hotărâri a adunării generale va fi menţionată în registrul comerţului şi publicată în Monitorul Oficial al României, Partea a IV-a, ea fiind opozabilă tuturor acţionarilor de la data publicării.

Pornind de la acest text legal, prezent şi în alte acte normative mai vechi, în doctrina comercială s-a conturat opinia potrivit căreia o hotărâre judecătorească de anulare a unei hotărâri a adunării generale nu este opozabilă creditorilor de bună-credinţă[1], ci doar acţionarilor şi altor terţi de rea-credinţă.

Situaţia acţiunilor emise în baza unei hotărâri a adunării generale de majorare a capitalului social anulate ulterior credem că trebuie să primească o soluţionare unitară, indiferent de buna sau de reaua-credinţă a terţilor dobânditori. Desigur, în cazul acţiunilor listate, în România, riscul anulării acţiunilor nou emise poate fi înlăturat prin blocarea de la tranzacţionare a acestora, în temeiul art. 17 din Statutul Comisiei Naţionale a Valorilor Mobiliare (această măsură intervine de regulă în practică fiind luată pe perioade succesive de două săptămâni).

În primul rând, fiind anulată o hotărâre a adunării generale de majorare a capitalului social, revenirea la capitalul iniţial, anterior majorării, este inevitabilă, chiar dacă are loc o nouă adunare generală care aprobă din nou creşterea capitalului social în acelaşi cuantum şi condiţii, fiind înlăturate cu ocazia ţinerii acestei noi şedinţe cauzele de nelegalitate care au condus la anularea primei majorări a capitalului social. Principiul *quod nullum este nullum producit effectum* atrage nulitatea titlurilor de capital emise în baza unui act juridic nul.

---

[1] *S. David* în *St.D. Cărpenaru, S. David, C. Predoiu, Gh. Piperea,* Legea societăţilor comerciale, ed. a 4-a, 2009, p. 506; *I.L. Georgescu*, Drept comercial român, vol. II, Ed. All Beck, 2002, p. 371, n. 288.

Apoi, în practică este extrem de greu de determinat acţionarii care au cunoscut riscul anulării hotărârii adunării generale de cei care nu au cunoscut acest aspect. Din această perspectivă, este contrar oricărui spirit economic să se întreprindă pentru fiecare caz în parte o verificare a bunei-credinţe. În ipoteza în care a fost realizată conform dispoziţiilor legale informarea tuturor investitorilor în legătură cu existenţa unui litigiu care tinde la anularea efectelor unei hotărâri a adunării generale de majorare a capitalului social, raport obligatoriu conform art. 113 pct. A lit. j) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, apreciem că nu se poate reţine buna-credinţă a niciunui titular al dreptului de proprietate asupra unor astfel de acţiuni.

În aceste condiţii, soluţia legală, atât corectă din punct de vedere juridic, cât şi conformă realităţilor economice o reprezintă anularea acţiunilor emise în baza unei hotărâri de majorare a capitalului social anulate, indiferent cine sunt proprietarii acestora în momentul anulării. Nu credem că poate fi acceptat un alt efect al anulării unei hotărâri a adunării generale decât *ex tunc*. Nu se poate întemeia pe dispoziţiile art. 67 alin. (4) din Legea nr. 31/1990, aplicate prin analogie, o soluţie care ar menţine ca viabile acţiuni emise în baza hotărârii anulate. Terţii dobânditori deveniţi acţionari vor avea la dispoziţie mijloacele legale oferite de garanţia pentru evicţiune, conform art. 1337 C.civ.

În practică, această soluţie, corectă din punct de vedere juridic şi corespunzătoare poziţiei economice a emitentului, ridică aşadar dificultăţi extrem de mari. Legiuitorul francez a adoptat o soluţie, care răspunde principiilor eficienţei economice, chiar dacă este interpretabilă din punct de vedere al principiilor fundamentale de drept comun, în special *quod nullum este nullum producit effectum*, *resoluto iure dantis, resolvitur ius accipientis*. Potrivit art. 228-22 C.com. francez, nulitatea unei societăţi sau unei emisiuni de acţiuni nu antrenează nulitatea operaţiunilor („*negociations*") încheiate anterior deciziei de anulare, dacă titlurile sunt regulate din punct de vedere formal. Oricum, teza a doua din acest text legal indică posibilitatea cumpărătorului de a exercita un recurs în garanţie contra vânzătorului. De altfel, legea română a societăţilor comerciale consacră principiul neretroactivităţii efectelor nulităţii societăţii în cadrul art. 58 din lege, iar în art. 59 alin. (2) este stipulat în mod expres faptul că nici societatea şi nici asociaţii nu pot opune terţilor de bună-credinţă nulitatea societăţii. O soluţie similară credem că este aplicabilă în dreptul român *mutatis mutandis* şi în cazul emisiunii de acţiuni noi, chiar dacă nu este atestată legislativ ca şi în dreptul francez.

Cu toate acestea, analizând textul din legea franceză, precum şi cel din legea română, apreciem că acestea sunt incidente numai în privinţa creditorilor societăţii sau subdobânditorilor de drepturi reale transmise de societate, categorie în care nu intră şi acţionarii acesteia, care aşa cum am arătat nu pot fi consideraţi în nicio situaţie simplii creditori. Oricum, credem că nu se poate susţine teza existenţei unor subdobânditori de acţiuni de bună-credinţă, cel puţin în cazul societăţilor listate, întrucât orice acţionar are posibilitatea de a se informa cu privire la situaţia juridică a acţiunilor societăţii emitente, putând afla dacă acestea fac obiectul unor drepturi litigioase. În cazul societăţilor nelistate, existenţa unui litigiu privind anularea unei majorări de capital nu trebuie notificată şi menţionată într-un registru public, iar acţionarii subdobânditori nu au posibilitatea de a lua cunoştinţă despre riscul anulării acţiunilor deţinute.

Unica soluţie, *de lege ferenda*, ar fi introducerea unei proceduri de judecată de urgenţă a tuturor acţiunilor împotriva unor hotărâri ale adunărilor generale care au avut drept rezultat emiterea de noi acţiuni şi blocarea transferului dreptului de proprietate asupra acestora până la soluţionarea irevocabilă a litigiului.

Deşi greu de realizat în practică, o soluţie identică se impune şi în cazul în care, potrivit art. 56 din Legea nr. 31/1990, a fost declarată nulitatea societăţii. Absenţa efectului retroactiv al nulităţii, statuată de art. 58 alin. (1) şi art. 59, nu se referă şi la actele juridice încheiate anterior declarării nulităţii de către acţionari, respectiv la actele translative de proprietate care au avut drept obiect acţiuni ale societăţii declarate nule[1]. Aceste contracte de vânzare-cumpărare vor fi nule, întrucât, pe de o parte, art. 59 alin. (1) din Legea nr. 31/1990 care statuează că declararea nulităţii societăţii nu aduce atingere actelor juridice încheiate în numele său este de strictă interpretare şi aplicare, iar, pe de altă parte, nu este de conceput, din perspectiva principiului *quod nullum est nullum producit effectum*, să rămână valide acte juridice ce au avut ca obiect acţiuni emise de o societate nulă. **Inopozabilitatea nulităţii societăţii faţă de terţii de bună-credinţă, stabilită de art. 59 alin. (2), este limitată la actele încheiate în numele societăţii[2] şi nu poate fi extinsă la actele încheiate de acţionari în nume propriu.**

3.3.2. Caracteristici privind vânzările în lipsă

Pe piaţa de capital din România, instituţia juridică a vânzărilor în lipsă (*short selling*) este în prezent existentă **atât pe piaţa instrumentelor financiare derivate**, cât şi pe piaţa la vedere (spot). Vom avea în vedere în această analiză numai vânzările în lipsă efectuate pe piaţa spot (la vedere), întrucât numai în această variantă se pune problema unui transfer efectiv al dreptului de proprietate, numai în cazul acestor vânzări este vorba de transmiterea unor drepturi reale, în timp ce în cazul contractelor cu instrumente derivate intervine naşterea sau stingerea unor drepturi de creanţă.

Iniţiatorul unei poziţii *short* vinde instrumente financiare împrumutate, asumându-şi obligaţia să cumpere aceste instrumente până în momentul scadenţei. Împrumutătorul în relaţia cu investitorul este firma de brokeraj care îi permite tranzacţionarea în marjă.

Având în vedere faptul că instrumentele financiare sunt bunuri de gen, precum şi faptul că scadenţa obligaţiei de transfer a dreptului de proprietate se situează la un anumit termen ulterior tranzacţiei, tranzacţia prin care se stabileşte vânzarea unor acţiuni dematerializate este perfect validă. Prevederile art. 204 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006 impun intermediarului autorizat obligaţia de a identifica valorile mobiliare ce pot fi împrumutate pentru executarea obligaţiilor rezultate din tranzacţia bursieră care include o vânzare în lipsă, anterior introducerii în sistemul de tranzacţionare a ordinului clientului-vânzător.

---

[1] În acelaşi sens, *I. Schiau, T. Prescure*, Legea societăţilor comerciale nr. 31/1990. Analize şi comentarii pe articole, Ed. Hamangiu, 2007, p. 202.

[2] *St.D. Cărpenaru*, în *St.D. Cărpenaru, S. David, C. Predoiu, Gh. Piperea*, op. cit., 2009, p. 240.

În aceste condiţii, în cazul vânzărilor în lipsă (*short*) vânzătorul nu este proprietarul lucrului vândut, dar nici nu vinde lucrul altuia, datorită faptului că obiectul vânzării este reprezentat de bunuri de gen. De aceea, şi din perspectiva dreptului comun o astfel de vânzare este perfect valabilă[1].

3.3.3. Revânzarea acţiunilor înainte de transferul dreptului de proprietate

O altă excepţie majoră de la condiţia potrivit căreia vânzătorul trebuie să fie proprietarul lucrului vândut o reprezintă dreptul investitorilor-cumpărători de a vinde instrumentele financiare obiect al tranzacţiei imediat după încheierea acesteia, înainte de a deveni proprietarii lor. Potrivit art. 80 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005, „valorile mobiliare cumpărate **pot fi înstrăinate începând cu momentul cumpărării lor**, conform regulilor pieţei pe care se tranzacţionează respectivele valori mobiliare şi regulilor depozitarului central. Pot fi realizate astfel aşa-numitele **tranzacţii *intra day***, respectiv cumpărarea şi revinderea unor instrumente financiare în cadrul aceleaşi şedinţe de tranzacţionare. Aşadar, chiar dacă transferul dreptului de proprietate intervine, de regulă, în termen de trei zile lucrătoare de la data efectuării tranzacţiei de vânzare-cumpărare pe piaţa de capital, instrumentele financiare cumpărate pot fi înstrăinate începând cu momentul cumpărării lor. Ca atare, este absolut legal ca o persoană să încheie la începutul unei zile de tranzacţionare o tranzacţie prin care să cumpere acţiunile unui emitent, iar până la sfârşitul zilei aceste acţiuni să fie revândute de persoana respectivă, în ciuda faptului că nu a avut loc încă decontarea, preţul tranzacţiei de cumpărare nu a fost încă plătit şi dreptul de proprietate nu a fost încă transferat. Suntem în acest caz în prezenţa unui contract de vânzare-cumpărare de bunuri de gen ce aparţin altei persoane (cedentului din tranzacţia bursieră), operaţiune juridică legal valabilă[2].

3.4. Regula inaplicabilităţii principiului *nemo plus iuris ad alium transferum potest*

Se poate contura astfel în materia vânzării acţiunilor regula neaplicării principiului *nemo plus iuris ad alium transferum potest.* Există, după cum am văzut, două excepţii semnificative:

- anularea unei hotărâri a adunării generale privind majorarea capitalului social; în acest caz, efectul retroactiv al anulării afectează toţi proprietarii anteriori, întrucât bunurile (acţiunile) vândute nu mai există, deoarece a dispărut din circuitul juridic cauza emiterii lor;
- anularea acţiunilor, ca urmare a neplăţii vărsămintelor ajunse la scadenţă, conform art. 100 alin. (2) din Legea nr. 31/1990.

În orice alte situaţii, în care există raporturi juridice obligaţionale între vânzătorul unor acţiuni şi societatea emitentă, drepturile personale patrimoniale ale societăţii față de vânzător nu aduc nicio atingere drepturilor cumpărătorului unor acțiuni față de societatea emitentă. Spre exemplu, existența unei datorii bănești a vânzătorului față de societate nu afectează drepturile derivate din calitatea de acționar a cumpărătorului, întrucât drepturile derivând din calitatea de acționar nu sunt limitate nici pentru vânzător.

---

[1] *Fr. Deak*, op. cit., p. 55, nota de subsol 1; *D. Chirică*, op. cit., p. 64, n. 57.

[2] *Fr. Deak*, Tratat de drept civil. Contracte speciale, ed. a 3-a, Ed. Universul Juridic, Bucureşti, 2001, p. 55.

Este adevărat că s-a susținut aplicarea principiului inopozabilității excepțiilor în orice circumstanțe. S-a arătat că aplicarea principiului inopozabilității excepțiilor în materia instrumentelor financiare este justificată de considerente financiare[1]. Autorul comentează o decizie jurisprudențială franceză care a considerat că anularea unei emisiuni de acțiuni nu poate afecta subscriitorii de bună-credință, care au ignorat în momentul subscrierii cauzele eventuale de nulitate[2].

Apreciem că în situația anulării unei emisiuni de acțiuni, acționarii subscriitori nu pot fi considerați niciodată de bună-credință, întrucât erau datori să cunoască riscurile ce derivă din eventuala anulare a respectivei emisiuni. Doctrina franceză recentă a exprimat un punct de vedere similar în această privință, justificând neaplicarea principiului inopozabilității excepțiilor într-o asemenea situație[3].

De altfel, complexitatea raporturilor juridice dintre societate și o persoană care deține acțiuni ale acesteia, derivate din calitate de acționar, nu este de natură să permită, în principiu, cu excepțiile evocate mai sus, afectarea dreptului de proprietate asupra acțiunilor și a dreptului de dispoziție în privința acestora.

Din aceste considerente, operează în materia vânzării acțiunilor principiul inopozabilității excepțiilor, cu precizarea, subliniem, că acțiunea nu reprezintă o creanță a proprietarului ei asupra societății emitente.

În aceste condiții, având în vedere și faptul că acțiunile sunt bunuri de gen fungibile, **vânzătorul poate înstrăina, de regulă, acțiuni care nu-i aparțin fără ca tranzacția să fie lovită de nulitate.**

Secțiunea a 4-a. Condiții speciale privind valabilitatea obiectului tranzacției bursiere

Din reglementările aplicabile piețelor de capital din România se desprind două condiții cu caracter special ce trebuie îndeplinite *ad validitatem* de tranzacția bursieră:

- obiectul tranzacției să vizeze numai acțiuni admise la tranzacționare în cadrul sistemul respectiv de tranzacționare;
- numărul acțiunilor vândute să respecte numărul minim de titluri ce pot face obiectul unei tranzacții în cadrul pieței respective, cu alte cuvinte să fie respectată cerința prevăzută de reglementările operatorului de piață privind blocul de tranzacționare.

---

[1] *P. Le Cannu*, notă privind decizia C.A. Paris, 26 avril 1990, Rev. des sociétés, p. 425.

[2] C.A. Paris, 26 avril 1990, Rev. des sociétés, p. 425.

[3] *L. Cotret*, op. cit., n. 137.

4.1. Obiectul tranzacţiei trebuie să vizeze numai acţiuni admise la tranzacţionare în cadrul sistemul respectiv de tranzacţionare

Vânzarea unor acţiuni neadmise la tranzacţionare în cadrul pieţei reglementate sau sistemului multifuncţional este din punct de vedere tehnic imposibilă, datorită sistemelor informatice care asigură evidenţa emitenţilor şi acţionarilor şi prin intermediul cărora se realizează producerea efectelor tranzacţiei bursiere.

Dacă, prin absurd, s-ar realiza o astfel de tranzacţie, ea ar fi lovită de nulitate absolută, pentru că ar fi înfrânte dispoziţiile art. 98 alin. (1) şi 98 alin. (2) din Legea nr. 31/1990.

4.2. Blocul de tranzacţionare

Blocul de tranzacţionare (*Lot standard*) reprezintă numărul de instrumente financiare care formează o unitate standard de tranzacţionare [art. 1 alin. (1) pct. 4 din Titlul preliminar al Codului B.V.B.].

Mărimea blocului de tranzacţionare standard, conform Anexei nr. 7 a Codului B.V.B. – operator de piaţă, este de **500 de instrumente financiare**, pentru Pieţele *Regular* şi *Deal*. Pe piaţa *odd lot*, mărimea blocului de tranzacţionare în cazul acţiunilor este de o unitate.

În cazul în care o valoare mobiliară nu poate fi tranzacţionată din anumite motive obiective (spre exemplu, deţinerea instrumentelor financiare respective de persoane care au beneficiat de Programul de privatizare în masă), mărimea blocului de tranzacţionare se stabileşte prin decizia Directorului general al B.V.B.

Orice ordin bursier trebuie să fie un multiplu al blocului de tranzacţionare.

Pe *Piaţa Regular*, volumul minim al unui ordin de bursă este un bloc de tranzacţionare. Orice ordin care nu se încadrează în parametrii blocului de tranzacţionare este respins de sistemul de tranzacţionare. În cazul unui ordin *hidden* (ascuns), valoarea minimă a ordinului trebuie să fie cel puţin egală cu cinci blocuri de tranzacţionare.

Pe *Piaţa Deal* operează, conform Codului B.V.B. - operator de piaţă, instituţia blocului de tranzacţionare alături de cea a valorii minime a ordinului, aceasta fiind de 700.000 lei.

Piaţa Odd Lot este o piaţă auxiliară Pieţei *Regular*, pe care se tranzacţionează instrumente financiare în cantităţi mai mici decât un ordin de tranzacţionare. Preţul de pe Piaţa *Odd Lot* se raportează la preţul de referinţă stabilit pe Piaţa *Regular*. Blocul de tranzacţionare pe Piaţa *Odd lot* este în aceste condiţii de o acţiune.

Potrivit art. 4 din Titlul III al Codului CAN-ATS al Bursei de valori Bucureşti, mărimea blocului de tranzacţionare pe sistemul alternativ se stabileşte asemănător ca şi pe piaţa reglementată operată de B.V.B.

Spre exemplu, la London Stock Exchange mărimea blocului de tranzacţionare este de o unitate, conform modificărilor din septembrie 2010[1].

---

[1] http://www.londonstockexchange.com/traders-and-brokers/rules-regulations/change-and-updates/stock-exchange-notices/2010/n2210_attach1.pdf.

Capitolul V. Preţul

Preţul contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni, ca obiect al prestaţiei cumpărătorului, este supus atât unor condiţii generale de drept comun, conturate de doctrina clasică a dreptului civil (să fie fixat în bani, să fie determinat sau determinabil, să fie sincer şi serios)[1], dar şi unor condiţii speciale, ce derivă din normele juridice din cadrul dreptului pieţei de capital, aplicabile în cazul tranzacţiilor bursiere.

Secţiunea 1. Condiţii de drept comun privind preţul contractelor de vânzare-cumpărare

Condiţiile privind preţul contractelor de vânzare-cumpărare de acţiuni stabilite de doctrina dreptului civil nu prezintă particularităţi deosebite în materia vânzării acţiunilor care nu sunt admise la tranzacţionare într-un sistem multilateral de tranzacţionare, adică pe piaţa de capital.

Anumite trăsături specifice se disting însă în cazul tranzacţiilor bursiere din perspectiva acestor condiţii stabilite în dreptul comun.

1.1. Noţiunea de preţ al tranzacţiei bursiere

Preţul tranzacţiei se formează ca urmare a **întâlnirii celei mai bune oferte** de cumpărare din perspectiva vânzătorului (cel mai mare preţ oferit) sau de vânzare din perspectiva cumpărătorului (cel mai mic preţ cerut) **cu un ordin ce reprezintă acceptarea ofertei.** Într-un sistem multilateral de tranzacţionare, în cazul în care pe parcursul unei şedinţe/zile de tranzacţionare, deşi sunt afişate în sistemul de tranzacţionare permanent cel puţin cinci paliere de preţ reprezentând primele cinci cele mai bune oferte de vânzare şi de cumpărare, nu este acceptată de niciun investitor cea mai bună ofertă de cumpărarea sau de vânzare, nu se va încheia nicio tranzacţie în şedinţa respectivă.

Preţul tranzacţiei bursiere trebuie să îndeplinească toate cerinţele legale prevăzute în dreptul comun, respectiv să fie **exprimat numai în bani, determinat, sincer** şi **serios**, fiind stabilit numai în baza legii naturale a cererii şi a ofertei.

1.2. Preţul trebuie să fie exprimat numai în bani, determinat, sincer şi serios

Dacă îndeplinirea primelor două condiţii nu are caracteristici deosebite în cazul tranzacţiei bursiere, ultimele două cerinţe, sinceritatea şi seriozitatea preţului, necesită o analiză aparte.

1.2.1. Sinceritatea preţului

Preţul **nesincer** este un preţ fictiv[2], care nu se plăteşte în realitate sau se plăteşte într-un alt cuantum decât cel declarat public.

---

[1] *Fr. Deak*, op. cit., p. 61.

[2] Ibidem, p. 64.

Teoretic, pe piața de capital, datorită mecanismelor conform cărora funcționează executarea obligațiilor, a principiului livrare contra plată care stă la baza transferului dreptului de proprietate asupra valorilor mobiliare (stipulat în legislația română de art. 145 din Legea nr. 297/2004), întotdeauna se va plăti un preț de către cumpărător. Desigur plata prețului se va face prin mijlocirea intermediarului autorizat, comisionar al cumpărătorului. Chiar dacă, în vederea creditării contului vânzătorului, investitorul-cumpărător nu transferă banii în contul intermediarului prin care a încheiat tranzacția, acesta din urmă va fi ținut de regulile de drept conform cărora funcționează piața financiară respectivă [spre exemplu, art. 9 alin. (1) și (2) din Titlul II al Codului Depozitarului Central S.A.] să asigure transferul contravalorii titlurilor cumpărate de clientul său în interiorul ciclului de decontare (de regulă, până în a treia zi lucrătoare ulterioară încheierii tranzacției).

În aceste condiții, prețul va fi în mod efectiv plătit în orice situație, însă, datorită unei înțelegeri dintre părți acest preț poate fi restituit cumpărătorului, astfel încât să capete un caracter fictiv. O astfel de ipoteză poate fi întâlnită în cazul manipulării pieței de capital prin metoda „*wash trades*", atunci când părțile efectuează tranzacții fără a urmări schimbarea efectivă a proprietarului instrumentelor financiare. În cazul practicii manipulative denumite „*wash trades*" avem de-a face în realitate cu efectuarea unor **tranzacții fictive**, care nu au drept scop transferul de proprietate și de riscuri asupra instrumentelor financiare obiect al respectivelor tranzacții. O variantă a acestei tehnici manipulative (denumită și „*wash sales*") este aceea în care o singură persoană controlează în fapt ambele părți implicate în tranzacție[1]. În genere, acest tip de manipulare a pieței de capital are loc prin acțiunea unui manipulator și a cel puțin unui complice, deoarece sistemele de monitorizare a pieței împiedică efectuarea de tranzacții prin cumulare pe același cont și a poziției de vânzător și a celei de cumpărător.

Un preț **nesincer** ca **rezultat manipulării pieței de capital**, incriminată de art. 244 alin. (5)-(7) și art. 248 din Legea nr. 297/2004 afectează valabilitatea tranzacției. Într-o asemenea situație, **tranzacția bursieră este lovită de nulitate absolută**, însă numai instanța de judecată poate constata nulitatea și nu autoritatea administrativă și nici operatorul de piață nu poate desființa tranzacția pe considerentul că a fost urmarea unei manipulări. Trebuie arătat că un preț nesincer poate fi obținut numai dacă vânzătorul și cumpărătorul sunt complici, situație în care răspunderea administrativă și, eventual, penală le va reveni amândurora.

1.2.2. Seriozitatea prețului

Prețul unei tranzacții bursiere este teoretic întotdeauna **serios**, deoarece ideea de derizoriu este incompatibilă cu legea naturală a cererii și a ofertei care stă la baza formării prețului pe piața de capital. Chiar dacă la un moment dat prețul unei acțiuni tranzacționate este mult inferior valorii care ar rezulta în urma unei evaluări pe baza metodei activului net contabil sau a oricărei alte metode, atâta vreme cât tranzacția a fost rezultatul jocului liber al cererii și al ofertei, nu se poate constata neseriozitatea prețului.

---

[1] *E.F. Greene, E.J. Rosen, L.N. Silverman, D.A. Braverman, S.R. Sperber*, U.S. Regulation of the International Securities and Derivatives Markets, Aspen Publishers, 2005, vol. I, p. 15-67.

Cu totul altfel stau lucrurile în cazul în care prețul este rezultatul unei manipulări, întrucât, în acest caz, prețul poate deveni derizoriu în comparație cu valoarea sa reală care ar fi fost stabilită în baza legii naturale a cererii și a ofertei. Un preț derizoriu poate fi stabilit, spre exemplu, prin aplicarea metodei manipulative *trash and cash*. Această tehnică de manipulare se mai numește și *„short and distort”*[1], această sintagmă ținând cont de faptul că după inițierea poziției *short* începe o activitate de denaturare a pieței instrumentului financiar respectiv în vederea scăderii cursului acestuia. *Situația premisă* a acestui procedeu de manipulare implică, în mod necesar, adoptarea de către manipulator a unor poziții *short* – de vânzare, pe piața instrumentelor financiare derivate. Interesul acestuia, evident, va fi să provoace o scădere a prețului instrumentelor financiare în privința cărora are o poziție de vânzător, în vederea realizării unui profit ce va consta în diferența dintre prețul, mai ridicat, la care a inițiat poziția de vânzător și prețul, mai scăzut, de la scadență sau din momentul închiderii contractului respectiv prin inițierea unei poziții de sens contrar, respectiv de cumpărare, pentru același tip de contract, având același activ suport, în aceeași cantitate. S-a arătat[2] că manipularea prin procedeul *„short and distort”* are loc atunci când, pe o piață în scădere, un investitor efectuează vânzări în lipsă (*short sellings*), iar după aceea utilizează o campanie defăimătoare pentru „a trage în jos” și mai mult prețul titlurilor respective. Investitorul lipsit de etică va răspândi informații false pentru a influența coborârea prețului și pentru a obține profit în urma vânzărilor în lipsă efectuate. Cei care vor pierde vor fi companiile ale căror titluri sunt manipulate și investitorii care și-au vândut participațiile la prețuri scăzute, artificiale[3].

Se ridică întrebarea dacă va fi aplicabilă sancțiunea de drept comun a nulității absolute în cazul existenței unui preț derizoriu, obținut ca urmare a aplicării unei metode de manipulare a pieței de capital. În practică, o astfel de ipoteză, a anulării unor tranzacții bursiere datorită faptului că sunt rezultatul manipulării pieței de capital, este greu de atins, îndeosebi în cazul unor titluri lichide, care se transferă extrem de rapid, uneori de mai multe ori în cursul aceleași ședințe de tranzacționare. Datorită aparenței de proprietate, terții dobânditori de bună-credință vor deveni proprietarii instrumentelor financiare, a căror piață a fost manipulată. Manipulatorul va deveni debitorul victimelor sale, fiind ținut să întoarcă fie prețul primit, fie instrumentele financiare dobândite ilicit. Fiind bunuri de gen, fungibile, manipulatorul vinovat va fi obligat să transmită creditorilor săi instrumente financiare de același tip sau contravaloarea acestora, pentru că, în esență, *causa remota* a investiției bursiere este obținerea de profit, exprimat în bani, nu dobândirea pe termen foarte lung a unor valori mobiliare.

---

[1] *Distort* – a deforma, a denatura.

[2] *G. Thompson*, Don't Play in the Street: Unless You Know Which Direction Your Stock Is Travelling, Dearborn Trade Publishing, 2003, p. 164.

[3] *M. Howell*, Predators and Profits: 100+ Ways for Investors to Protect Their Nest Eggs, Prentice Hall PTR, 2003, p. 258.

Secţiunea a 2-a. Condiţiile speciale de validitate ale tranzacţiei bursiere referitoare la preţ

2.1. Interdicţia dobândirii dreptului de proprietate asupra acţiunilor cotate într-o şedinţă în care s-a atins variaţia maximă admisă

Reglementările pieţelor pe care se efectuează tranzacţii stabilesc anumite praguri prudenţiale de variaţie zilnică a cotaţiilor. Aceste praguri de variaţie maximă admisă se raportează, procentual, la preţul de referinţă al acţiunii respective care este luat în calcul potrivit reglementărilor operatorului de piaţă.

Ne aflăm în prezenţa unei limitări temporare a libertăţii contractuale, justificată de cerinţa generală a protecţiei investitorilor, dar şi de aceea a menţinerii unei pieţe ordonate.

2.2.1. Preţul de referinţă

Preţul de referinţă este reprezentat de ultimul preţ de tranzacţionare (preţul de închidere) al unei acţiuni înregistrat în ziua precedentă. Preţul de referinţă este *preţul faţă de care se calculează variaţia de preţ a acţiunii respective* (simbolul) în ziua şedinţei de tranzacţionare, valabil pentru toate pieţele unde se tranzacţionează simbolul respectiv.

Preţul de referinţă este generat de Piaţa Principală (Piaţă *Regular* în cazul B.V.B.) în şedinţa de tranzacţionare precedentă.

Variaţia maximă de preţ este modificarea procentuală maximă admisă a preţului unui simbol (acţiune) într-o şedinţă de tranzacţionare. Pentru variaţia procentuală a preţului unei acţiuni faţă de preţul de referinţă, sunt stabilite de către B.V.B. niveluri de alertă şi de oprire, conform art. 44 din Titlul III al Codului B.V.B.

Potrivit art. 45 din acelaşi Titlu III al Codului bursier, nivelurile de alertă şi de oprire pentru indicele BET[1] (indicele Bursei de Valori Bucureşti) sunt următoarele:

– nivelul de alertă intervine la o variaţie de 10% a indicelui BET din preţul de închidere al şedinţei precedente;

– nivelul de oprire temporară a şedinţei de tranzacţionare intervine la o variaţie de 12% a indicelui BET din preţul de închidere al şedinţei precedente;

– nivelul de oprire a şedinţei de tranzacţionare intervine la o variaţie de 15% a indicelui BET din preţul de închidere al şedinţei precedente.

2.1.2. Restricţii ale dreptului de dispoziţie generate de existenţa variaţiei maxime de preţ

Un ordin de bursă, introdus de către un intermediar (participant la sistemul de tranzacţionare al B.V.B.), este eliminat automat din sistem dacă nu se mai încadrează în variaţia maximă admisă pentru şedinţa de tranzacţionare.

---

[1] Indicele bursier este un indicator statistic care urmăreşte evoluţia în timp a valorii cursului instrumentelor financiare tranzacţionate pe piaţa de capital. Indicele poate urmări fie gradul de capitalizare al pieţei respective, aşa cum este cazul indicelui BET-C, în componenţa căruia intră toate instrumentele financiare tranzacţionate la Categoria I şi a II-a a B.V.B. De asemenea, un indice poate urmări evoluţia celor mai lichide titluri tranzacţionate pe o piaţă, astfel cum este cazul indicelui BET, în componenţa căruia intră cele mai lichide 10 titluri tranzacţionate la B.V.B.

Sistemul de tranzacționare al bursei nu permite, de altfel, introducerea de ordine al căror preț nu se încadrează în variația maximă de preț admisă pentru o ședință de tranzacționare.

Chiar și în situația în care nu se înregistrează variația maximă admisă, Directorul general al B.V.B. poate opri tranzacționarea unei acțiuni sau a unei piețe bursiere, ori a tuturor piețelor operate de către B.V.B., în scopul menținerii unei piețe transparente, echilibrate și echitabile (art. 5 din Titlul III al Codului B.V.B.).

În acest caz, avem de-a face cu o limitare temporară a libertății contractuale, limitare care poate înceta în momentul în care ordinul de vânzare al proprietarului acțiunilor se încadrează în variația maximă de preț admisă într-o ședință de tranzacționare.

2.1.3. Variații maxime admise

Pe segmentele de piață ale B.V.B., variația maximă de preț admisă într-o ședință de tranzacționare este stabilită în Anexa nr. 7 a Codului B.V.B. Conform acesteia, pe Piața *Regular* (Piață principală), variația maximă admisă a prețului unui instrument financiar într-o ședință de tranzacționare este de +/- 15% din prețul de referință al ședinței curente.

Aceeași variație procentuală maximă de +/- 15% este admisă și pe piața *Deal*, în timp ce pe Piața *Odd Lot* variația procentuală maximă admisă pentru o ședință este de +/- 25%.

Pe Piața RASDAQ, în conformitate cu dispozițiile Dispunerii de măsuri nr. 17/2005, încă în vigoare, emise de către C.N.V.M. (de modificare a Regulamentului nr. 2/2002 privind integritatea și transparența pieței RASDAQ[1]), variația **maximă zilnică** pentru cotații/ordine și tranzacții pe Piața RASDAQ se situează la *un nivel unic, de 25%,* dar *numai pentru emitenții care îndeplinesc anumite criterii de lichiditate*, respectiv: au înregistrat cel puțin o tranzacție pe săptămână în ultimul trimestru și volumul tranzacționat în ultimele 12 luni a reprezentat cel puțin 1% din capitalul social al emitentului.

Pentru toți ceilalți emitenți tranzacționați în prezent pe Piața RASDAQ, conform acestei Dispuneri de măsuri a C.N.V.M., nu se aplică o limitare a variației zilnice maxime a prețurilor.

Pentru tranzacțiile cu instrumente financiare derivate efectuate la Bursa de la Sibiu, variația maximă a prețului contractelor este stabilită de către Casa Română de Compensație Sibiu (pentru contracte *futures*, întrucât primele opțiunilor nu au limite de variație zilnică).

2.1.4. Excepții de la regula variației maxime de preț

Potrivit art. 41 din Titlul III al Codului B.V.B. - operator de piață, limitarea tranzacționării în cazul în care s-a atins o anumită variație procentuală nu se aplică în următoarele cazuri:

---

[1] A fost abrogat de Regulamentul nr. 14/2004 la data de 31 decembrie 2005, care, de asemenea, a fost abrogat prin Regulamentul nr. 2/2006 privind piețele reglementate și sistemele alternative de tranzacționare la data de 14 martie 2006.

a) în prima zi de tranzacţionare a unui instrument financiar care nu a mai fost tranzacţionat niciodată, până la formarea preţului de referinţă; în cazul în care în prima zi de tranzacţionare nu se înregistrează nicio tranzacţie, limita variaţiei maxime de preţ va începe să opereze din şedinţa de tranzacţionare imediat următoare aceleia în care s-au efectuat primele tranzacţii, stabilindu-se astfel un preţ de referinţă;

b) în prima zi de tranzacţionare a unui instrument financiar, după efectuarea operaţiunilor de modificare a capitalului social, a numărului de instrumente financiare, fără a interveni modificarea capitalului social (în cazul splitării sau al consolidării) sau a altor acţiuni de tip *corporate action*, la instrucţiunea Departamentului de specialitate al B.V.B.;

c) pentru tranzacţionarea instrumentelor financiare care fac obiectul ofertelor publice sau al altor metode de vânzare a instrumentelor financiare prevăzute în legi speciale, precum şi cele din materia privatizării desfăşurate în Piaţa de Oferte şi Operaţiuni Speciale;

d) în cazul unei decizii a Directorului general al B.V.B., în alte cazuri decât cele sus-menţionate, atunci când B.V.B. consideră necesară aplicarea acestei măsuri.

Atunci când pentru un anumit instrument financiar nu se aplică limitarea variaţiei preţului în raport cu preţul de referinţă sau când nu există un preţ de referinţă, Piaţa de tip *Deal* – DLBS este închisă pentru tranzacţionarea respectivului instrument financiar.

2.2. Interdicţia referitoare la pasul de preţ

Tranzacţiile pe piaţa de capital trebuie să se încadreze în anumiţi parametrii stabiliţi de către operatorul de piaţă, în vederea facilitării funcţionării sistemului de tranzacţionare, prin evitarea fragmentării excesive a ordinelor şi pentru asigurarea unui nivel rezonabil al preţurilor acţiunilor cotate.

În aceste condiţii, dispoziţiile normative emise de operatorii pieţelor reglementate limitează în unele situaţii posibilitatea înstrăinării în orice cantitate dorită de către investitor a instrumentelor financiare deţinute de acesta, stabilind o cantitate minimă de valori mobiliare ce pot fi tranzacţionate pe pieţele respective. De asemenea, sunt stabilite anumite intervale în care pot fluctua preţurile unui instrument financiar.

Trebuie precizat că pot fi efectuate pe anumite pieţe şi tranzacţii care nu respectă regulile restrictive referitoare la blocul de tranzacţionare. După cum am văzut, pe Piaţa *Odd Lot* pot fi încheiate tranzacţii cu instrumente financiare în cantităţi mai mici decât blocul de tranzacţionare.

Pasul de preţ reprezintă valoarea variaţiei minime de preţ a unui simbol, stabilită pe intervale de preţ. Preţul ordinului de bursă este multiplul pasului de preţ.

Mărimea pasului de preţ la B.V.B. este stabilită în Anexa nr. 4 a Codului B.V.B. - operator de piaţă. Pentru sistemul alternativ de tranzacţionare RASDAQ, se aplică aceleaşi reglementări privind paşii de preţ ca şi pentru piaţa reglementată.

Cu titlu de exemplu, pasul de preţ pentru o valoare a acţiunii cuprinsă între 0,1-0,499 lei este de 0,001 lei, pentru o valoare cuprinsă între 0,5-0,999 lei este de 0,005 lei etc.

Un ordin de bursă nu poate să treacă printr-un număr nelimitat de paşi de preţ până ajunge să fie executat, în legislaţia bursieră existând instituţia protecţiei de preţ. Scopul protecţiei de preţ este stabilirea unui preţ limită pentru ordinul de piaţă pentru reducerea riscului pe care un agent de bursă şi-l asumă prin introducerea unui ordin la piaţă. **Valoarea protecţiei de preţ** este calculată prin înmulţirea valorii unui pas de preţ cu numărul maxim de paşi de preţ prin care poate trece un ordin de piaţă în funcţie de valoarea pasului de preţ. Numărul maxim de paşi de preţ prin care poate să treacă un ordin este stabilit tot în Anexa nr. 4 a Codului B.V.B. - operator de piaţă.

Capitolul VI. Forma şi proba contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni

Secţiunea 1. Forma contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni

Contractul de vânzare-cumpărare de acţiuni nominative, indiferent de forma în care sunt emise acţiunile, se încheie în mod valabil numai în **formă scrisă**.

Contractul de vânzare-cumpărare de acţiuni nominative nelistate este valid numai dacă există o menţiune în registrul acţionarilor cu privire la numărul acţiunilor vândute şi preţul acestora, precum şi semnătura cedentului şi cesionarului. În absenţa acestor „înscrieri" în registrul acţionarilor, contractul este lovit de nulitate absolută. În cazul acţiunilor nominative emise în formă materială este obligatoriu ca menţiunile respective să se realizeze şi pe titlu.

Tranzacţia bursieră este validă doar dacă în sistemul electronic de tranzacţionare sunt introduse ordine de bursă care cuprind în mod obligatoriu anumite menţiuni: contul pentru care se introduce ordinul respectiv, emitentul acţiunilor, numărul acţiunilor care fac obiectul ordinului, preţul, ora introducerii ordinului etc. Sistemul electronic de tranzacţionare va procesa informaţiile scrise conţinute în două ordine de sens contrar, care conţin acelaşi preţ şi va opera tranzacţia.

Contractul de vânzare-cumpărare de acţiuni la purtător este un contract real, fiind necesară remiterea materială a titlurilor. În cazul în care legislaţia permite emiterea de acţiuni la purtător dematerializate (astfel cum se petrece în Franţa), tranzacţia cu titluri la purtător va avea în mod necesar forma scrisă, întrucât altfel sistemul electronic nu va putea să constate încheierea ei.

Secţiunea a 2-a. Proba contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni

2.1. Proba contractului care are ca obiect acţiuni nelistate

Proba actului translativ de proprietate al acţiunilor nominative emise în formă materială vizează în mod exclusiv înscrierea din registrul acţionarilor, în cazul în care actul constitutiv nu derogă de la prevederile art. 98 alin. (1) din Legea nr. 31/1990.

În situaţia în care în actul constitutiv este stipulat un alt mod de transfer a acţiunilor nominative emise în formă materială, proba contractului va viza în mod necesar îndeplinirea modalităţii de transfer respective.

În cazul acţiunilor la purtător, în România fiind vorba numai de titluri emise în formă materială, va opera prezumţia de proprietate prevăzută de art. 937 NCC.

În cazul în care societatea emitentă (prin administratorii, directorii sau reprezentanţii ei) sau depozitarul central refuză efectuarea menţiunii privind cesionarea unor acţiuni în registrul acţionarilor, transferul dreptului de proprietate neputând să opereze în cazul societăţilor închise, acţionarul îndreptăţit poate introduce o acţiune de drept comun având ca obiect obligaţia de a face. S-a decis că nu este admisibilă o cerere de ordonanţă preşedinţială în vederea înregistrării cesiunii de acţiuni în registrul acţionarilor[1].

S-a arătat[2] că opozabilitatea faţă de societatea emitentă a transferului dreptului de proprietate asupra acţiunilor este asigurată în momentul înregistrărilor efectuate în registrul acţionarilor, ţinut de societăţile de registru independente, în prezent fiind vorba de Depozitarul Central, în cazul societăţilor listate, sau de emitent, în cazul societăţilor închise, care nu au încheiat un contract de registru cu o societate de registru specializată. Subliniem faptul că înregistrarea are ca efect asigurarea opozabilităţii faţă de orice terţ, nu numai faţă de emitent.

Dovada calităţii de proprietar al acţiunilor se face, în cazul acţiunilor dematerializate, înregistrate electronic în sistemul depozitarului central (pot fi înregistrate şi acţiuni care nu sunt admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată sau în cadrul unui sistem multifuncţional de tranzacţionare) cu extrasul de cont eliberat titularului sau intermediarului acestuia de către depozitarul central, în temeiul art. 72 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005. Extrasul de cont atestă proprietatea acestora, modificările aduse înregistrărilor în conturi şi procentul deţinut din totalul valorilor mobiliare de aceeaşi clasă emise de emitent.

În cazul în care evidenţa acţionarilor deţinători de acţiuni dematerializate nelistate este ţinută de emitent sau de o societate de registru, dovada calităţii de acţionar se realizează conform art. 97 din Legea nr. 31/1990, prin certificatul de acţionar care cuprinde toate menţiunile legale.

2.2. Proba contractului de vânzare-cumpărare care are ca obiect acţiuni dematerializate tranzacţionate într-un sistem multilateral de tranzacţionare

Jurisprudenţa franceză a stabilit că înscrierea în cont constituie, pe lângă rolul de a crea opozabilitatea faţă de terţi, o prezumţie simplă de proprietate în beneficiul persoanei înscrise[3]. Titularul înscrierii în cont se va bucura aşadar de exerciţiul tuturor drepturilor ce derivă din calitatea de acţionar[4]

Tot astfel, Curtea de Casaţie a Franţei a decis[5] că fiind vorba de o prezumţie simplă, în cazul în care partea interesată care pretinde a fi adevăratul proprietar reușește să probeze absența oricărui act de cesiune a acțiunilor, prezumția se consideră a fi răsturnată.

---

[1] C.S.J., dec. nr. 815/1995, în R.D.C. nr. 7-8/1996, p. 151-152.

[2] *E. Florescu*, Regimul juridic al titlurilor de credit şi al valorilor mobiliare, Ed. Rosetti, 2005, p. 333.

[3] Cass. Com., 10 juin 1997, Bull. Civ. IV, n° 186.

[4] *Ph. Goutay*, Qualification et régime du contrat de conservation des titres financiers. Pour une approche moderne et non conservatrice, Banque & Droit n° 126 juillet-août 2009, p. 5.

[5] Cour de cassation (com.). 22 octobre 2002, *Carrou et autres c/ Pontif*, Dalloz. 2003, Somm. p. 1225.

Trebuie arătat că în viziunea Curții de Casație franceze, grație unei jurisprudențe vechi și constante, prezumția simplă operează numai în cazul co-contractantului persoanei care are înscrise în contul său valorile mobiliare în litigiu, întrucât în cazul terților înscrierea în cont reprezintă o prezumție irefragabilă de proprietate[1], în condițiile dreptul de proprietate al unei persoane a fost în mod reglementar înscris în cont.

Prezumția absolută irefragabilă de proprietate operează împotriva tuturor terților, inclusiv în contra societății emitente, care nu poate invoca neregularitatea contractului dintre cel înscris ca proprietar și autorul său, pentru ca acesta din urmă să redobândească calitatea de acționar,[2] nici nu se poate îndrepta împotriva unui cesionar neînscris în registrul acționarilor, ci trebuie în mod obligatoriu să se îndrepte persoanei înscrise[3]. Această prezumție absolută operează împotriva tuturor terților, dar produce efecte și în favoarea lor. Astfel, persoana înscrisă în registrul acționarilor nu poate face dovadă împotriva înscrierii în cazul unui conflict cu un terț[4].

Cu toate acestea, Curtea de Casație a decis că această prezumție absolută nu operează în cazul relei-credințe a titularului[5], viciilor titlului[6] sau fraudei[7].

Caracterul irefragabil al prezumției de proprietate în raport cu terții, stabilit pe cale pretoriană încă din timpul celui de-al doilea Imperiu, a fost menținut în soluțiile jurisprudențiale posterioare adoptării legii dematerializării[8].

În cazul conflictului dintre **persoana al cărei drept de proprietate este înscris în cont și autorul său**, înscrierea în cont nu constituie decât o prezumție simplă de proprietate subordonată existenței și regularității convenției translative de proprietate[9].

Pe de altă parte, jurisprudența franceză a reliefat faptul că înscrierea în cont nu are rolul de a informa terții în legătură cu posibilele imperfecțiuni ale titlului persoanei al cărei drept de proprietate este înscris, neputându-se efectua nicio menţiune marginală cu privire la eventuale suspiciuni privind regularitatea titlului[1].

---

[1] *M. Dubertret*, Portée de l'inscription en compte de valeurs mobilieres Note sous Cour de cassation (com.). 22 octobre 2002, *Carrou et autres c. Pontif*, Revue des sociétés 2003 p. 511. Autorul citează printre altele o decizie pronunțată în 20 iunie 1876 în cauza Coffin de către Curtea de Casație, care a dorit să elimine transmiterea titlurilor nominative în mod identic cu cele la purtător. Certificatele nominative, însoțite de un act de transfer semnat în alb circulau între părți, însă niciun transfer nu era în realitate efectuat. Curtea de casație a înțeles să considere că pretinsul cedent rămâne proprietar al titlurilor, în timp ce ultimul deținător al înscrisului are calitatea de terț.

[2] Ibidem, este citată decizia secț. com. a Curții de Casație, Com., 12 nov. 1962, Bull. civ. III, n° 443, p. 366.

[3] Ibidem, este citată decizia Req., 3 mars 1886, D. 1887.1.32.

[4] Ibidem, fiind citată decizia Com., 6 févr. 1961.

[5] Ibidem, Com. 5 mai 1970, Bull. civ. IV, n° 147, p. 134.

[6] Ibidem; Com., 12 nov. 1962.

[7] Ibidem, Com. 31 mars 1981, pe considerentul că semnătura falsă reprezintă o fraudă.

[8] Ibidem, autorul menționează dec. com., 22 nov. 1988.

[9] Ibidem, Civ. $1^{\text{ère}}$, 25 janv. 1961, Bull. civ. I, n° 64.

2.3. Raportul dintre *negotium* şi *instrumentum* în cazul acţiunilor dematerializate

După realizarea dematerializării, dezbaterea doctrinară privind încorporarea dreptului în *instrumentum* şi-a modificat coordonatele, un accent aparte punându-se pe noua definire a noţiunii de *instrumentum*. De altfel, autorii de la sfârşitul secolului XX, în special cei specializaţi în dreptul pieţelor financiare sau dreptul pieţei de capital, chiar înainte de afirmarea conceptului dematerializării, au achiesat la teza potrivit căreia în cazul valorilor mobiliare nu se pune problema încorporării dreptului în titlu[2].

Cu toate acestea, teza subzistenţei încorporării dreptului în titlu a fost afirmată în doctrina franceză şi după dematerializarea valorilor mobiliare[3], cu consecinţa firească a menţinerii fuziunii între *negotium* şi *instrumentum*.

Întrebarea care se ridică, în condiţiile înregistrării tranzacţiilor translative de proprietate numai pe cale electronică, precum şi a înregistrării dreptului de proprietate, de asemenea pe cale electronică, informatică, prin înscriere în cont, este aceea dacă se poate vorbi de o nouă accepţiune a termenului de *instrumentum*, diferită de cea clasică, ce reduce această noţiune la înscrisul constatator al actului juridic.

Profesorul D. Martin, autorul teoriei calificării drept bun mobil corporal a valorilor mobiliare, a arătat că înscrierea în cont reprezintă o materializare a valorilor mobiliare, relevanţă prezentând „scrierea" ca atare, care conferă statut juridic valorilor mobiliare[4]. În aceste condiţii, acţiunile sau obligaţiunile nu reprezintă o realitate juridică atâta vreme cât drepturile pe care ele le descriu nu sunt „materializate" printr-o înscriere *ad hoc*. Teza „scripturalizării" dezvoltată de profesorul Martin indică o materialitate impusă de dorinţa legiuitorului de „substanţializare" a valorilor mobiliare, care rămân astfel bunuri mobile corporale.

Reluând şi dezvoltând teza naturii corporale a valorilor mobiliare profesorul Martin a considerat că „valoare mobiliară este absorbită în scrierea care o constată şi o substanţializează"[5]. Potrivit acestui autor se poate spune că „scrierea este valoarea mobiliară", indiferent de modalitatea în care se realizează, pe hârtie sau în format electronic[1]. Mai mult, a considerat că, dacă valoarea mobiliară nu intră în ordinea juridică prin scripturalizare, ea nu poate să preexiste acestei înscrieri în cont[2].

---

[1] Cour de cassation (com.) 29 janvier 2008, citată în *M. Dubertret*, L'impossibilité d'une mention en marge de l'inscription en compte de valeurs mobilières, Revue des sociétés, 2008, p. 589.

[2] *R. Roblot*, La dématérialisation des valeurs mobilières, Brochure A.N.S.A., 1984, n 18, p. 31. Profesorul Roblot arăta la începutul anilor 80 că a dispărut din manuale controversa cu privire la încorporarea dreptului în titlurile la purtător. Cu atât mai mult, era evident că nu se mai ridică nicio problemă în privinţa acceptării tezei neîncorporării dreptului în titlurile nominative.

[3] *A. Reygrobellet*, La notion de valeur mobilière, Thèse Paris II, 1995, n° 1259, p 1273; *D. Martin*, De la nature corporelle des valeurs mobilières, D. 1996, p. 47.

[4] Ibidem.

[5] *D. Martin*, La théorie de la scripturalisation, Recueil Dalloz 2005 p. 1702, n. 7.

O autoare franceză a arătat în 1997[3] că suportul electronic, contul informatic în care se înregistrează transferul dreptului de proprietate are un caracter material, sugerând că poate să joace rolul de *instrumentum*. Din această perspectivă, a arătat că nu există nicio diferență între un suport de hârtie și suportul electronic.

Respingându-se teoria încorporării valorii mobiliare în înscrierea în cont, în doctrina franceză s-a arătat că legea dematerializării a „decorporalizat" *instrumentum*-ul[4], contul electronic substituind registrul acționarilor[5].

De altfel, marea majoritate a autorilor francezi a achiesat la ideea că prin dematerializare s-a creat o nouă formă de *instrumentum*[6]. S-a arătat că scrierea nu este legată în mod exclusiv de hârtie, întrucât scrierea precede hârtia, iar scrierea poate fi opusă exprimării orale, indiferent de suportul pe care se găsește[7].

În privința terminologiei utilizate, a fost criticată confuzia dintre suportul de hârtie care este denumit generic „titlu" și valoarea mobiliară, arătându-se că „titlul" în accepțiunea legislației valorilor mobiliare nu se referă la documentul care constituie suportul fizic al dreptului, ci la „valoarea scripturală fără individualitate"[8]. O înscriere într-o bază de date informatică nu este, în niciun moment, fizic palpabilă[9].

În același timp, s-a reliefat că este dificil de spus că rolul de *instrumentum* nu poate fi recunoscut și altor suporturi decât hârtia. *Instrumentum* deci subzistă, numai că și-a schimbat suportul[10]. Acest autor respinge însă ideea că înscrierea în cont constituie o prezumție de „titularitate", arătând că noțiunea de titlu, existentă în legea luxemburgheză (legea din 1 august 2001 privind circulația titlurilor și a altor instrumente fungibile[11]) se referă la drepturile titularului rezultate din actul juridic - *negotium*, care este probat printr-un suport documentar - *instrumentum*[12].

---

[1] Ibidem.

[2] Ibidem, n. 8.

[3] *Ch. Lassalas*, L'inscription en compte des valeurs, La notion de propriété scripturale, L.G.D.J. 1997, no 371.

[4] *L. Cotret*; La négociabilité des instruments financiers, these pour le Doctorat en Droit, Universtite de Reims, Champagne-Ardenne, op. cit., p. 55.

[5] Ibidem.

[6] *J. Foyer*, La dématérialisation des valeurs mobilières en France, Ed. Mélanges Flattet, 1985, p. 26; *F.-G. Trebulle*, L'émission des valeurs mobilières, Ed. Economica, 2002, n° 587, p. 415; *L. Cotret*, op. cit., p. 55.

[7] *H. Causse*, Les titres négociables, Essai sur le contrat négociable, Thèse Montpellier, Litec, 1991, n° 448, p. 257

[8] *R. Roblot*, La dématérialisation des valeurs mobilières, brochure A.N.S.A., 1984, n° 18.

[9] *L. Cotret*, op. cit., p. 56.

[10] *Y. Prussen*, op. cit., p. 1292.

[11] http://www.legilux.public.lu/leg/a/archives/2001/0106/a106.pdf#page=6.

[12] Ibidem.

2.4. Dematerializarea în legislaţia română

În România, potrivit art. 37 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005 privind autorizarea şi funcţionarea depozitarului central, caselor de compensare şi contrapărţilor centrale[1]: *(1) Valorile mobiliare admise în sistemul depozitarului central sunt dematerializate şi evidenţiate în conturi electronice, în conformitate cu prevederile legale în vigoare. (2) Valorile mobiliare emise în formă materializată vor fi imobilizate şi dematerializate înainte de înregistrarea lor în sistemul depozitarului central.*

Primul text legal care a impus dematerializarea valorilor mobiliare emise pe teritoriul României a fost art. 1 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/1996 privind funcţionarea unui registru independent autorizat[2], în prezent abrogat de Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005. Neavând o normă în legislaţia primară, autoritatea de reglementare şi supraveghere a pieţei de capital a încercat să contureze timid regulile de funcţionare a pieţei de capital din România, în acord cu tendinţele occidentale ale momentului. În aceste împrejurări C.N.V.M. s-a ferit să indice răspicat faptul că pe piaţa de capital pot circula numai valori mobiliare dematerializate, mulţumindu-se să arate în sus-evocatul art. 1 din Regulamentul nr. 13/1996 că o societate de registru independentă autorizată „va opera numai cu valori mobiliare în formă dematerializată şi poate menţine dreptul de proprietate în numele deţinătorului sau în numele depozitarului ca agent al deţinătorului" şi că „înainte ca registrul să presteze servicii pentru un emitent ale cărui acţiuni sunt emise în formă materializată, acţiunile trebuie dematerializate." Nu se deducea din această normă a legislaţiei secundare că nu pot fi tranzacţionate pe piaţa de capital din România valori mobiliare emise în formă materială, ci numai că acestea din urmă nu pot fi înregistrate prin intermediul unei societăţi de registru vizate de Regulamentul nr. 13/1996.

Trebuie remarcat că aceeaşi neclaritate a reglementării s-a menţinut până în prezent.

Doctrina dreptului civil român de dată recentă face vorbire de „înscrisul în formă electronică"[3], pornind de la dispoziţiile Legii nr. 455/2001 privind semnătura electronică[4]. Potrivit art. 4 pct. 2 din acest act normativ, înscris în formă electronică reprezintă o colecţie de date în formă electronică între care există relaţii logice şi funcţionale şi care redau litere, cifre sau orice alte caractere cu semnificaţie inteligibilă, destinate a fi citite prin intermediul unui program informatic sau al altui procedeu similar.

În literatura juridică franceză sau de inspiraţie franceză s-a susţinut constant după dematerializarea valorilor mobiliare natura de *instrumentum* a înscrierii în contul electronic a dreptului de proprietate asupra valorilor mobiliare[5].

Este indubitabil că **înregistrarea electronică a tranzacţiei bursiere reprezintă un înscris electronic**, în sensul vizat de Legea nr. 455/2001, având natura juridică de *instrumentum probationis*.

---

[1] M.Of. nr. 979 din 3 noiembrie 2005.

[2] M.Of. nr. 267bis din 29 octombrie 1996.

[3] *G. Boroi*, Drept civil. Partea generală. Persoanele, Ed. Hamangiu, 2008, p. 143-144.

[4] M.Of. nr. 429 din 31 iulie 2001.

[5] *P. Mousel, F. Fayot*, op. cit., p. 1323.

Este necesar a se evita confuzia între corporalitatea unui bun și existența unui *instrumentum* care dovedește dreptul de proprietate asupra sa.

Înainte de dematerializare, situația erau similară. Instrumentele financiare nominative aveau caracterul juridic de bunuri mobile incorporale, iar dovada transmiterii dreptului de proprietate asupra lor se realiza prin intermediul unui înscris, care avea natura de *instrumentum* care dovedea că a fost încheiat un *negotium. Instrumentum probationis* îl reprezintă registrul acționarilor ținut pe suport material, de hârtie, în cazul societăților închise, tot așa cum aceeași natură o are și înregistrarea informatică a tranzacției bursiere, însă acțiunile nominative, atât cele listate dematerializate, cât și cele nelistate care circulă în formă materială sunt bunuri mobile incorporale și nu corporale.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Titlul V. Momentul şi locul încheierii contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni

Capitolul I. Momentul încheierii contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni

Secţiunea 1. Momentul încheierii contractului de vânzare-cumpărare a acţiunilor nelistate

Având în vedere dispoziţiile art. 98 din Legea nr. 31/1990, ar rezulta că momentul încheierii contractului coincide cu transmiterea dreptului de proprietate asupra acţiunilor nominative nelistate, în ipoteza în care părţile nu au decis ca acest eveniment să aibă loc ulterior încheierii valide a contractului, având loc la data efectuării declaraţiei de către cedent şi cesionar în registrul acţionarilor, dacă este vorba de acţiuni dematerializate, respectiv la data îndeplinirii ultimei formalităţi, dacă este vorba de acţiuni nominative emise în formă materială, pentru care este necesară satisfacerea unei duble cerinţe, respectiv declaraţia în registru şi semnătura pe titlu.

Cu toate acestea, datorită prevederilor art. 67 alin. (3) lit. b) C.fisc., s-ar putea discuta dacă momentul încheierii contractului nu trebuie să fie în mod obligatoriu anterior celui la care se transmite dreptul de proprietate asupra acţiunilor, întrucât părţile sunt ţinute să încheie un înscris, cu valoare de *instrumentum*, pe care îl vor prezenta organelor fiscale în vederea calculării şi plăţii impozitului pe venit aferent câştigului realizat de vânzător. Numai după calcularea impozitului şi plata acestuia de către cumpărător poate fi realizat transferul valid al dreptului de proprietate prin declaraţia cedentului şi cesionarului în registrul acţionarilor.

Considerăm că dispoziţiile legale ale art. 67 alin. (3) lit. b) C.fisc. trebuie să fie interpretate în mod sistematic, avându-se în vedere viziunea legiuitorului şi spiritul legii, dar şi caracterul de normă specială în materia dreptului societar.

În primul rând, trebuie remarcată o gravă eroare a legiuitorului care a adoptat Codul fiscal, întrucât este o incompatibilitate evidentă între noţiunea de valoare mobiliară, astfel cum este această instituţie juridică definită în cadrul art. 2 alin. (1) pct. 33 din Legea nr. 297/2004 şi noţiunea de „societate închisă", instituţie care nu-şi găseşte *de lege lata* nicio definiţie legală. În O.U.G. nr. 28/2002, abrogată de actuala Lege a pieţei de capital nr. 297/2004, conform art. 2 alin. (1) pct. 38 şi 39 „societatea de tip închis" era o societate comercială pe acţiuni care nici nu a fost constituită prin subscripţie publică şi nici nu a emis valori mobiliare care să fi făcut obiectul unei oferte publice regulat promovate şi încheiate cu succes. Absenţa unei definiţii legale a acestei instituţii juridice creează, fără îndoială, serioase probleme de interpretare a textelor legale care vizează „societăţile închise". Oricum, acceptând că norma din

Codul fiscal vizează accepţiunea dată noţiunii de „societate închisă" de fosta O.U.G. nr. 28/2002 este limpede că acţiunile unei societăţi închise nu pot avea caracterul juridic de valori mobiliare, respectiv de „acţiuni negociate pe piaţa de capital" [art. 2 alin. (1) pct. 33 din Legea nr. 297/2004].

În al doilea rând, potrivit prevederilor art. 67 alin. (3) lit. b) C.fisc., momentul încheierii contractului este în mod inevitabil separat de momentul transmiterii dreptului de proprietate. Această soluţie, întemeiată pe deziderat ul exclusiv al asigurării executării obligaţiilor fiscale, poate crea daune cumpărătorilor de acţiuni nelistate, întrucât aceştia nu au niciun mecanism legal la îndemână care să le asigure transmiterea în patrimoniu a dreptului de proprietate asupra acţiunilor. În faţa unei rele-credinţe a vânzătorului care, eventual, a şi încasat preţul la momentul încheierii contractului, iar ulterior refuză să se prezinte la sediul societăţii care ţine registrul acţionarilor şi să semneze în registrul acţionarilor, cumpărătorul nu are altă posibilitate legală decât să se adreseze instanţei de judecată pentru obligarea cocontractantului său la respectarea obligaţiei contractuale. Oricum, cumpărătorul confruntat cu reaua-credinţă a vânzătorului va fi ţinut să plătească în avans impozitul aferent câştigului realizat de acesta, conform art. 67 alin. (3) lit. b) C.fisc., deşi nu poate deveni proprietar decât în urma unei hotărâri judecătoreşti favorabile, definitive şi irevocabile.

Momentul încheierii contractului de vânzare-cumpărare a acţiunilor la purtător, în cazul în care acestea se prezintă în forma clasică materială (unica acceptată de legislaţia română *de lege lata*) este reprezentat de momentul realizării acordului de voinţă, în lumina dispoziţiilor aceluiaşi art. 67 alin. (3) lit. b) C.fisc., care nu distinge între acţiuni nominative sau la purtător. Momentul tradiţiunii acţiunilor la purtător are efect doar în privinţa transmiterii dreptului de proprietate, fiind o formalitate similară cu cea a semnării declaraţiei în registrul acţionarilor, obligatorie pentru transferul de proprietate în cazul acţiunilor nominative.

Această soluţie aplicabilă acţiunilor nelistate, nominative sau la purtător, este conformă, de altfel, cu cea aleasă de legiuitor în Noul Cod civil în cazul încheierii contractelor de vânzare-cumpărare de imobile şi a transmiterii dreptului de proprietate asupra acestora. Astfel, potrivit art. 557 alin. (1) NCC, proprietatea privată se poate dobândi prin convenţie, însă în cazul bunurilor imobile, potrivit art. 557 alin. (4) NCC dreptul de proprietate se dobândeşte prin înscriere în cartea funciară, iar conform art. 888 din acelaşi act normativ înscrierea se efectuează, de regulă, în baza actului autentic notarial. În aceste condiţii, contractul de vânzare-cumpărare de imobile se încheie valabil prin autentificarea înscrisului ce conţine consimţământul părţilor, însă dreptul de proprietate nu se transmite decât în momentul înscrierii în cartea funciară. Aveam de-a face şi în acest caz cu o separare clară, în timp, a momentului încheierii convenţiei de momentul transmiterii dreptului de proprietate. În cazul vânzării de imobile, cumpărătorul nu mai este însă supus riscului relei-credinţe a vânzătorului, întrucât înscrierea în cartea funciară nu necesită concursul vânzătorului al cărui rol se încheie în momentul semnării contractului în faţa notarului public.

Secţiunea a 2-a. Momentul încheierii tranzacţiei bursiere

Stabilirea momentului în care este încheiată o tranzacţie bursieră prezintă particularităţi deosebite faţă de dreptul comun. Aceste caracteristici aparte izvorăsc, pe de o parte, din specificul raporturilor juridice încheiate pe piaţa de capital.

Prima caracteristică izvorăşte din solemnitatea tranzacţiei bursiere. Obligativitatea îndeplinirii unor formalităţi imperative aboleşte caracterul consensual şi impune o rigiditate *sui generis* menită să asigure protecţia investitorilor şi funcţionarea ordonată, în condiţii de siguranţă, a pieţei. Voinţa părţilor, deşi are un rol diluat, va stabili în ultimă instanţă şi momentul încheierii tranzacţiei, pe cale mediată, desigur, prin mijlocirea intermediarilor autorizaţi.

Se pune întrebarea dacă trebuie să tratăm formarea consimţământului în cazul tranzacţiilor bursiere în mod similar cu exprimarea acordului de voinţă în situaţia **contractelor încheiate între absenţi.** Răspunsul este pozitiv, cu menţiunea că, în cazul tranzacţiilor bursiere, este aplicabilă **teoria declaraţiunii**[1] din perspectiva momentului încheierii contractului şi nu teoria informaţiunii. **Tranzacţia va fi încheiată în momentul în care oferta de a contracta este acceptată prin introducerea în sistemul de tranzacţionare de către intermediarul autorizat mandatar al acceptantului a unui ordin de bursă care vizează o operaţiune juridică de sens contrar.** Momentul încheierii tranzacţiei poate fi concomitent sau anterior celui la care ofertantul a luat la cunoştinţă de acceptarea ofertei sale de a contracta.

Sistemele informatice ale operatorilor de piaţă sau de MTF sunt structurate astfel încât să nu permită introducerea unor ordine care nu îndeplinesc anumite cerinţe stabilite de reglementările legale sau ale operatorilor de piaţă sau de sistem.

Ne detaşăm de opinia exprimată în doctrină[2] potrivit căreia momentul încheierii tranzacţiei bursiere este diferit, acesta putând fi: momentul în care ultimul intermediar autorizat transmite operatorului de piaţă raportul de tranzacţionare confirmat; momentul în care operatorul (bursa), după ce a rezolvat contestaţiile, transmite raportul societăţii care l-a contestat; sau momentul expirării termenului în care intermediarul trebuia să răspundă.

Operatorul de piaţă nu poate să joace un alt rol în privinţa încheierii tranzacţiilor decât cel prevăzut de reglementările legale. Neconfirmarea unui raport de tranzacţionare de către un intermediar care a introdus un ordin de bursă în sistem nu poate avea drept efect inexistenţa tranzacţiei, care a devenit o realitate juridică din momentul în care sistemul de tranzacţionare a afişat încheierea ei.

Este adevărat că şi în prezenta reglementare conţinută de Codul B.V.B. - operator de piaţă este păstrată o eroare mai veche care constă în confuzia dintre încheierea unei tranzacţii bursiere şi invalidarea ei. Potrivit art. 122 din Titlul III al Codului B.V.B. - operator de piaţă, „tranzacţiile bursiere se consideră încheiate numai după îndeplinirea uneia dintre următoarele condiţii, după caz:

a) confirmarea acestora de către B.V.B. prin raportul de tranzacţionare emis după încheierea şedinţei de tranzacţionare;

---

[1] *C. Stătescu, C. Bîrsan*, op. cit., p. 50.
[2] *Gh. Piperea*, op. cit., Societăţi…, p. 626.

b) introducerea de către B.V.B. a unei tranzacţii *„buy-in"/„sell out"* speciale în sistemul B.V.B., pe baza notificării Participanţilor implicaţi, confirmată de Depozitarul Central şi acceptată de B.V.B.

Este evident că trebuie realizată o distincţie netă între inexistenţa unei tranzacţii bursiere şi incidenţa unor cazuri de nulitate sau de rezoluţiune a acesteia. Neconfirmarea unui raport de tranzacţionare de către un participant la sistemul de tranzacţionare impune declanşarea procedurii corectării erorilor, prevăzută de capitolul VI din Titlul III al Codului B.V.B., tocmai pentru că tranzacţia care a condus la neconfirmare reprezintă o realitate juridică. Pentru corectarea erorilor se vor utiliza pieţele *buy in* şi *sell out*. Desigur, nu ne referim la situaţia în care este vorba de o eroare tehnică prin care a fost executată o tranzacţie în alt cont decât cel corect, pentru care a existat un ordin de bursă valid. Pentru această din urmă situaţie, B.V.B. are posibilitatea corectării tehnice a erorii, dacă intermediarul transmite toată documentaţia necesară înainte de decontarea tranzacţiei, prin schimbarea numai a contului, păstrând celelalte caracteristici ale tranzacţiei (art. 144-150 din Titlul III al Codului B.V.B.).

Mai mult, dispoziţiile art. 158 din Titlul III al Codului B.V.B. fac vorbire de invalidarea unei tranzacţii care reprezintă „desfiinţarea retroactivă a unei tranzacţii în situaţii excepţionale", adică de lipsirea de efecte a unui act juridic deja încheiat.

Nu în ultimul rând, dispoziţiile art. 80 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005, prevăd că „valorile mobiliare cumpărate **pot fi înstrăinate începând cu momentul cumpărării lor**, conform regulilor pieţei pe care se tranzacţionează respectivele valori mobiliare şi regulilor depozitarului central". Momentul cumpărării valorilor mobiliare este dat de acceptarea de către sistemul informatic a întâlnirii ordinelor de sens contrar având acelaşi preţ şi concretizat de afişarea în sistem a încheierii tranzacţiei. În secunda următoare acestui moment, aşadar în aceeaşi şedinţă de tranzacţionare, titlurile cumpărate pot fi înstrăinate de către cumpărător. Această revânzare poate interveni aşadar înainte de confirmarea raportului de tranzacţionare, situaţie care întăreşte concluzia potrivit căreia momentul încheierii tranzacţiei bursiere nu este legat de confirmarea sau de infirmarea unor rapoarte de tranzacţionare, eveniment ce are loc ulterior închiderii şedinţei.

În conformitate cu dispoziţiile Regulamentului nr. 2/2006 privind pieţele reglementate şi sistemele alternative de tranzacţionare[1], perioada de tranzacţionare se stabileşte de operatorul de piaţă sau al sistemului alternativ de tranzacţionare. În momentul de faţă sunt autorizaţi doi operatori de piaţă, Bursa de Valori Bucureşti şi Bursa Monetar-Financiară şi de Mărfuri Sibiu, în conformitate cu prevederile Regulamentului nr. 2/2006 emis de către C.N.V.M.

În conformitate cu dispoziţiile art. 3 alin. (1) din Capitolul II al Titlului III – „Tranzacţionarea şi supravegherea" din Codul B.V.B., şedinţa de tranzacţionare se desfăşoară după un program stabilit prin decizia Directorului general al B.V.B. Orice modificare a programului de tranzacţionare se anunţă participanţilor cu cel puţin trei zile în avans.

La Bursa de Valori Bucureşti, pe toate pieţele şi pe toate segmentele de piaţă, inclusiv segmentul Regular al Pieţei Rasdaq pe care sunt tranzacţionate societăţile cu capitalizare şi lichiditate mai ridicată, şedinţele de tranzacţionare se desfăşoară de luni până vineri între orele 10.00-16.25, între orele 16.25-16.30 fiind perioada de preînchidere a pieţei, în cadrul căreia nu se realizează tranzacţii în mod continuu, putându-se doar introduce în sistem ordine de bursă[1]. În zilele de sărbători legale (de exemplu 1 Decembrie, de Crăciun, de Paşti) nu au loc şedinţe de tranzacţionare. Conducerea B.V.B. sau a C.N.V.M. poate stabili şi alte zile lucrătoare în care nu se tranzacţionează.

---

[1] M.Of. nr. 228 din 14 martie 2006.

Pe Piaţa Rasdaq, pe segmentul XMBS, orarul de tranzacţionare este între orele 10.00-15.30, neexistând o perioadă de preînchidere.

La Bursa Monetar-Financiară şi de Mărfuri Sibiu, orarul de tranzacţionare este între orele 09.45-19.00 în fiecare zi lucrătoare, existând şi în acest caz situaţii de oprire a tranzacţionării cu ocazia sărbătorilor legale sau în alte zile stabilite de către conducerea bursei sau de către C.N.V.M.[2]

Capitolul II. Locul încheierii contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni

Secţiunea 1. Locul încheierii contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni nelistate

Contractele de vânzare-cumpărare ce au ca obiect acţiuni care nu sunt tranzacţionate pe o piaţă reglementată sau într-un sistem alternativ de tranzacţionare se încheie în condiţiile prevăzute de art. 98 din Legea nr. 31/1990.

Actele translative de proprietate ce au drept obiect acţiuni la purtător se încheie la locul realizării tradiţiunii.

Vânzările de acţiuni nominative, fie emise în formă materială, fie emise în formă dematerializată, se încheie la sediul societăţii sau al societăţii care păstrează registrul acţionarilor, întrucât dispoziţiile art. 98 alin. (1) impun *ad validitatem* condiţia declaraţiei cedentului şi cesionarului în registrul acţionarilor. Conform art. 179 din Legea nr. 31/1990, registrul acţionarilor se poate ţine manual sau computerizat. De asemenea, potrivit art. 180 din acelaşi act normativ, societatea comercială poate contracta cu o societate de registru independent privat ţinerea registrului acţionarilor în sistem computerizat şi efectuarea înregistrărilor şi a altor operaţiuni legate de acest registru.

---

[1] http://www.bvb.ro/Marketplace/TradingCalendar/index.aspx.

[2] http://www.sibex.ro/index.php?p=tranz&lang=ro.

Secţiunea a 2-a. Locul încheierii contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni listate

2.1. Aspecte cu caracter general

Potrivit dispoziţiilor art. 139 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, prin „loc de tranzacţionare”, în sensul prezentului articol şi al art. 138, se înţelege o piaţă reglementată, un sistem alternativ de tranzacţionare, un operator independent, un formator de piaţă ori alt furnizor de lichiditate sau o entitate care îndeplineşte într-un stat nemembru o funcţie similară oricărei funcţii îndeplinite de entităţile enumerate anterior.

Existenţa unor locuri multiple în care se pot încheia tranzacţii cu instrumente financiare a avut efecte pozitive, în special datorită creşterii concurenţei între intermediari, dar şi între operatorii de piaţă sau de sistem multifuncţional de tranzacţionare, dar a atras şi serioase critici. Aceste critici vizează îndeosebi tranzacţiile încheiate pe pieţe de tip *over the counter* (OTC sau „*de gré à gré*”, în terminologie franceză), în cazul cărora transparenţa este redusă, cu toate că există cerinţe de publicare a informaţiilor post-tranzacţionare[1].

S-a considerat[2] că operaţiunile executate pe pieţe de tip OTC constituie întotdeauna o modalitate suplimentară de executare a ordinelor, care răspunde într-un mod adecvat intereselor investitorilor.

Tranzacţiile încheiate pe pieţe de tip OTC sunt supuse regulilor de transparenţă post-tranzacţionare.

2.2. Clasificarea pieţelor de instrumente financiare

2.2.1. În funcţie de momentul listării instrumentelor financiare tranzacţionate

În funcţie de momentul listării instrumentelor financiare tranzacţionate sunt pieţe primare şi pieţe secundare.

Pieţele primare sunt pieţe pentru instrumente financiare nou emise şi admise la tranzacţionare. Pe pieţele primare instrumentele financiare sunt achiziţionate direct de la emitent, de regulă prin intermediul majorării capitalului social.

În cadrul pieţelor primare, instrumentele financiare sunt vândute numai prin intermediul ofertei publice[3].

Ofertele publice prin care emitentul transferă dreptul de proprietate asupra instrumentelor sale financiare către investitori pot fi, la rândul lor, oferte publice primare iniţiale sau oferte publice primare propriu-zise.

---

[1] Spre exemplu, *A. Canuet*, Bourse le grand bazar, în Alternatives Economiques n° 297 - décembre 2010, http://www.alternatives-economiques.fr/bourses-le-grand-bazar_fr_art_978_51973.html.

[2] AMF, La directive sur les marchés d’instruments financiers: enjeux et conséquences pour la régulation française”, p. 26, http://www.amf-france.org/documents/general/6905_1.pdf.

[3] *Gh. Piperea*, Societăţi comerciale, piaţă de capital, acquis comunitar, Ed. All Beck, Bucureşti, 2005, p. 335.

Conform art. 2 alin. (1) lit. d) din Directiva Uniunii Europene nr. 2003/71/CE[1] „*ofertă publică de valori mobiliare*" înseamnă o comunicare adresată sub orice formă şi prin orice mijloc unor persoane şi care prezintă o informaţie suficientă asupra condiţiilor ofertei şi a titlurilor care urmează să fie oferite, astfel încât să îl pună pe investitor în măsura de a hotărî cumpărarea sau subscrierea acestor valori mobiliare: această definiţie se aplică, de asemenea, investiţiilor de valori mobiliare prin intermediari financiari.

Ofertă publică iniţială (IPO[2]), reprezintă o ofertă care are drept obiect valori mobiliare care sunt oferite pentru prima oară către public.

Potrivit art. 2.2 lit. m) din Ghidul comunitar privind sprijinirea statelor membre în promovarea investiţiilor de capital cu risc în companiile mici şi mijlocii[3], oferta publică iniţială înseamnă procesul de lansare a vânzării sau distribuţiei acţiunilor companiei către public pentru prima dată.

Oferta publică primară propriu-zisă reprezintă acea ofertă care are ca obiect valori mobiliare propuse de către un emitent care a mai emis anterior valori mobiliare de acelaşi tip admise la tranzacţionare, spre a fi subscrise la data emisiunii.

O ofertă publică de vânzare realizată de către un emitent care a mai emis anterior valori mobiliare tranzacţionate pe o piaţă de capital are caracteristicile unei **oferte de vânzare propriu-zise**, neîndeplinind condiţiile ofertei publice iniţiale. Acest tip de ofertă se realizează, de asemenea, pe piaţa primară, fiind vorba de acţiuni nou emise.

Pe piaţa primară există un singur vânzător, emitentul, şi o multitudine de cumpărători, investitorii care decid să achiziţioneze titlurile acestuia în cadrul ofertei publice. S-a arătat[4] că piaţa primară este o piaţă a emitenţilor, întrucât fluxurile financiare sunt direcţionate de la investitori către emitenţi.

Pe piaţa primară tranzacţiile se realizează la preţurile prevăzute în prospectul sau documentul de ofertă.

Pieţele secundare sunt pieţele pe care se tranzacţionează instrumente financiare care au fost deja emise. Pe pieţele secundare instrumentele financiare sunt tranzacţionate între investitori prin intermediarii autorizaţi, case de brokeraj sau bănci. Pe aceste pieţe, în anumite cazuri şi în anumite sisteme de drept, se pot efectua şi tranzacţii directe între investitori. Pe pieţele secundare se realizează majoritatea tranzacţiilor de pe piaţa de capital.

Piaţa secundară este o piaţă a investitorilor, deoarece fluxurile financiare sunt direcţionate de la un investitor la altul[5].

Pe piaţa secundară tranzacţiile se realizează la preţurile stabilite în urma aplicării legii naturale a cererii şi a ofertei.

---

[1] JO nr. L 345 din 31.12.2003.

[2] „Initial public offerings". Acronimul IPO este termenul consacrat în întreaga lume pentru a desemna o ofertă publică iniţială.

[3] JO nr. C 194 din 18.8.2006.

[4] *Gh. Piperea*, op. cit., p. 336.

[5] Ibidem, p. 336-337.

2.2.2. În funcție de nivelul de reglementare

În funcție de nivelul de reglementare și obligațiile emitenților sunt piețe reglementate și alte piețe nereglementate sau sisteme (multilaterale, alternative) de tranzacționare.

Piața reglementată, definită și în legislația europeană, este acea piață ale cărei reguli și norme incidente sunt stabilite de un organism statal (Parlament, autoritate guvernamentală etc.) și care se află sub supravegherea și controlul unei autorități administrative, persoană juridică de drept public.

Piața nereglementată (sistemul alternativ de tranzacționare, piață de tip OTC) este acea piață care nu este supusă unor norme emise de un organism guvernamental, ci de operatorul pieței respective. Piața nereglementată este supusă unor cerințe de admitere la tranzacționare, transparență și protecție a investitorilor mai puțin severe decât piața reglementată.

Piața nereglementată poate să constea într-un sistem multilateral sau bilateral de tranzacționare.

2.2.3. În funcție de tipul ordinelor de tranzacționare

În funcție de tipul ordinelor de tranzacționare introduse în sistemul de tranzacționare sunt piețe de licitație de tip *order driven*, piețe cu cotații ferme și piețe cu cotații informative, de tip *quoten driven*.

Piața *order driven* este o piață de licitație în care prețul este format în urma afișării ordinelor de vânzare și de cumpărare, prin concurența dintre cererea și oferta unui anumit instrument financiar. Investitorii care intenționează să tranzacționeze un anume instrument financiar introduc, prin intermediul brokerului, ordine de vânzare sau de cumpărare într-un sistem central de tranzacționare. În cadrul acestor ordine se menționează prețul, cantitatea și modalitatea de executare (*all or nothing, stop loss, fill or kill* etc.). Vânzătorii și cumpărătorii, respectiv casele de brokeraj ale acestora nu cunosc identitatea celeilalte părți, această piață fiind impersonală[1].

Tranzacțiile se încheie la prețul cel mai mare din *bid* (prețul oferit pentru titlul respectiv de cumpărător) sau la prețul cel mai mic din *ask* (prețul cerut de vânzător). În cazul în care un investitor dorește să cumpere un instrument financiar care nu are nicio cotație în *ask* tranzacția va fi imposibilă, indiferent de preț, deoarece acest fapt înseamnă că nu există la vânzare niciun instrument financiar de tipul respectiv. Tot astfel, absența oricărei cotații în *bid* împiedică vânzarea respectivului instrument financiar.

New York Stock Exchange este o piață de tip *order driven*.

Piața cotațiilor ferme reprezintă un sistem electronic de tranzacționare în care prețurile sunt formate în baza cotațiilor introduse de formatorii de piață (*market makers*) și de persoanele care încheie tranzacții în nume propriu-dealeri[2]. Avantajul unei astfel de piețe este acela că îmbunătățește lichiditatea, în sensul că cel puțin un anumit pachet de instrumente financiare poate fi tranzacționat, la prețul afișat de *market maker* sau de dealer[3].

---

[1] *Gh. Piperea*, op. cit., p. 337.

[2] http://www.investopedia.com/terms/q/quotedriven.asp.

[3] http://moneyterms.co.uk/quote-driven.

S-a arătat[1] că pentru a se realiza o tranzacţie pe piaţa *quote driven* trebuie ca cele două părţi să aibă o dublă „întâlnire": să coincidă atât preţul, cât şi momentul.

NASDAQ Stock Market este un exemplu de piaţă *quote driven.*

Piaţa cotaţiilor informative este o piaţă de negociere, unde se încheie în general tranzacţii cu pachete de instrumente financiare care au anumită dimensiune. Negocierile sunt realizate prin intermediul brokerilor sau dealerilor.

Cotaţia informativă reprezintă intenţia, dar nu şi obligaţia, de a cumpăra sau a vinde un număr de instrumente financiare la un anumit preţ. Cotaţia informativă este afişată în sistemul de tranzacţionare al unei pieţei în scopul informării celorlalţi participanţi la piaţă cu privire la intenţia de a tranzacţiona un anumit instrument financiar, într-un anumit volum.

Pe piaţa cotaţiilor informative se încheie tranzacţii de tip *deal.* În general, cotaţiile informative sunt afişate pe un segment special de piaţă, ataşat unei pieţe principale de tip *order driven.*

2.2.4. În funcţie de tipul sistemelor de tranzacţionare

În funcţie de tipul sistemelor de tranzacţionare sunt pieţe bazate pe sisteme multilaterale de tranzacţionare şi pieţe care funcţionează prin sisteme bilaterale de tranzacţionare.

Sistemul multilateral (multifuncţional) de tranzacţionare este acel sistem în care preţurile sunt formate prin sistemul licitaţiei, pe baza ordinelor de vânzare şi de cumpărare introduse de participanţii la piaţă. Reglementările în baza cărora funcţionează sistemele multifuncţionale sunt emise de către un organism statal, în cazul pieţelor reglementate sau de operatorul de sistem cu atribuţii de autoreglementare, autorizat de o autoritate statală, pornind de la principiile înscrise în actele normative adoptate de Parlament sau de autoritatea de reglementare a pieţei de capital.

Sistemul bilateral de tranzacţionare este acel sistem în care un dealer (firmă de investiţii) afişează cotaţii de vânzare şi de cumpărare pentru anumite titluri. Tranzacţiile se încheie între investitori şi dealer, la cursuri negociate între dealeri.

Sistemele bilaterale îşi justifică existenţa şi eficienţa în cazul unor companii de mici dimensiuni, care nu îndeplinesc criteriile de listare pe o piaţă reglementată şi nici condiţiile de lichiditate (şi poate criteriile de admitere) pentru a fi tranzacţionate într-un sistem multilateral de tranzacţionare, dar pentru care se doreşte stabilirea unui preţ de piaţă pentru titlurile emise.

Piaţa OTC (*over the counter*) este un sistem de tranzacţionare care are un caracter bilateral, în cadrul său tranzacţionându-se instrumente financiare care nu îndeplinesc criteriile de admitere la tranzacţionare pe pieţele bursiere organizate şi se tranzacţionează printr-o reţea a unui dealer. Instrumentele financiare tranzacţionate în sistemul OTC sunt nelistate. În situaţia în care un investitor doreşte achiziţionarea lor trebuie să se adreseze unui broker/dealer care îi oferă cotaţii pentru aceste instrumente. Preţul este în general format prin negociere între brokeri, în sistem electronic sau telefonic[2].

---

[1] *R.A. Schwartz, R. Francioni*, Equity Markets in Action: The Fundamentals of Liquidity, Market Structure & Trading, Publisher: John Wiley and Sons, 2004, p. 71.

[2] www.investopedia.com.

Reglementările în baza cărora funcţionează Piaţa OTC în Statele Unite sunt elaborate de către National Association of Securities Dealers (NASD).

Un sistem bilateral de tranzacţionare îl oferă şi internalizatorul sistematic, întreprindere de investiţii care oferă clienţilor săi posibilitatea efectuării de tranzacţii în afara pieţei reglementate sau unui sistem multilateral de tranzacţionare, prevăzută de legislaţia Uniunii Europene.

2.3. Pieţele reglementate

2.3.1. Noţiunea de piaţă reglementată

De lege lata, definiţia legală a instituţiei juridice a pieţei reglementate este conţinută de dispoziţiile art. 125 din Legea nr. 297/2004, conform cărora o piaţă reglementată este un sistem pentru tranzacţionarea instrumentelor financiare care:

a) funcţionează regulat;

b) este caracterizată de faptul că reglementările emise şi supuse aprobării C.N.V.M. definesc condiţiile de funcţionare, de acces pe piaţă, condiţiile de admitere la tranzacţionare a unui instrument financiar;

c) respectă cerinţele de raportare şi transparenţă în vederea asigurării protecţiei investitorilor stabilite de prezenta lege, precum şi reglementările emise de C.N.V.M., în conformitate cu legislaţia comunitară.

În conformitate cu art. 4 alin. (1) pct. 14 din MiFID, **„piaţă reglementată"** înseamnă un **sistem multilateral**, exploatat şi gestionat de un operator, care asigură sau facilitează confruntarea - chiar în interiorul său şi în conformitate cu norme nediscreţionare - a unor interese multiple de vânzare şi de cumpărare exprimate de terţi pentru instrumente financiare, într-un mod care conduce la încheierea de contracte privind instrumente financiare admise la tranzacţionare în cadrul normelor sale şi al sistemelor sale, şi care este autorizat şi funcţionează în mod regulat.

Sistemul multilateral (multifuncţional) de tranzacţionare este acel sistem în care preţurile sunt formate prin sistemul licitaţiei, pe baza ordinelor de vânzare şi de cumpărare introduse de participanţii la piaţă. Reglementările în baza cărora funcţionează sistemele multifuncţionale sunt emise de către un organism statal, în cazul pieţelor reglementate sau de operatorul de sistem cu atribuţii de autoreglementare, autorizat de o autoritate statală, pornind de la principiile înscrise în actele normative adoptate de Parlament sau de autoritatea de reglementare a pieţei de capital. Spre deosebire de sistemul multilateral, **sistemul bilateral de tranzacţionare** este acel sistem în care un dealer (firmă de investiţii) afişează cotaţii de vânzare şi de cumpărare pentru anumite titluri. Tranzacţiile se încheie între investitori şi dealer, la cursuri negociate între dealeri.

În esenţă sunt **şase condiţii** pe care o piaţă, în accepţiunea de modalitate/sistem de tranzacţionare, trebuie să le îndeplinească pentru a putea dobândi calitatea de piaţă reglementată:

a) trebuie să fie un **sistem multilateral de tranzacţionare**;

b) este un sistem în cadrul căruia se pot tranzacţiona **instrumentele financiare** definite în lege, în fapt instrumentele financiare specificate în Anexa 1 secţiunea C a MiFID;

c) **funcţionează în mod regulat** şi nu temporar şi aleatoriu;

d) este autorizată de C.N.V.M. şi nu poate fi administrată decât de către un **operator autorizat** de către C.N.V.M.;

e) operatorul de piaţă care o administrează **emite reglementări, care sunt aprobate de C.N.V.M.,** care stabilesc condiţiile de funcţionare, de acces pe piaţă, condiţiile de admitere la tranzacţionare a unui instrument financiar;

f) dispune de **mecanisme care să asigure respectarea cerinţelor de raportare** şi transparenţă în vederea asigurării protecţiei investitorilor.

Nu vor putea fi considerate pieţe reglementate în accepţiunea legii şi a MiFID pieţele valutare (pentru devize) atât la vedere, cât şi cele pentru derivate, pieţele pentru metale preţioase etc.

Instrumente ale pieţei monetare înseamnă categoriile de instrumente tranzacţionate în mod obişnuit pe piaţa monetară, precum bonurile de tezaur, certificatele de depozit şi efectele de comerţ, **cu excepţia instrumentelor de plată,** potrivit art. 4 alin. (1) pct. 19 din MiFID.

Noţiunea de piaţă reglementată a fost introdusă în legislaţia comunitară prin Directiva 85/611/CEE, care privea această instituţie în art. 19 drept o piaţă care funcţionează în mod regulat şi care este recunoscută şi deschisă publicului. Directiva 93/22/CE privind serviciile de investiţii în domeniul valorilor mobiliare (J.O. nr. L141, 11.6.1993), abrogată de MiFID, a conţinut în cadrul art. 1 pct. 13 prima definiţie legală a instituţiei „pieţei reglementate". Definiţia din legea română este sensibil mai apropiată de definiţia din Directiva 93/2/CE, întrucât acest act normativ comunitar era în vigoare la data când a fost conceput textul său. Legea nr. 297/2004 a fost adoptată la două luni după adoptarea MiFID de către Parlamentul European, dar, în mod evident, schimbările de text în sensul armonizării depline cu MiFID nu au avut loc.

2.3.2. Sfera de incidenţă a instituţiei juridice a pieţei reglementate

Este dincolo de orice dubiu, atât din raţiuni legate de conţinutul normelor juridice aplicabile, cât şi datorită incidenţei principiului neretroactivităţii legii civile, că instituţia juridică a pieţei reglementate introduse prin MiFID nu poate fi incidentă şi în cazul unor pieţe financiare, care au îndeplinit condiţiile legii anterioare (Directiva 93/22/CE), dar nu mai îndeplinesc condiţiile stipulate de noua lege.

Dispoziţiile legale în vigoare prevăd că, pentru a fi considerată o piaţă reglementată, o piaţă de pe teritoriul Uniunii Europene trebuie să îndeplinească următoarele condiţii:

1. să fie autorizată de autoritatea competentă (C.N.V.M. - cu respectarea dispoziţiilor art. 126 din Legea nr. 297/2004 şi a prevederilor Regulamentului C.N.V.M. 2/2006);

2. să îndeplinească condiţiile prevăzute de art. 125 din Legea nr. 297/2004:

a) să funcţioneze regulat;

b) să fie caracterizată de faptul că reglementările emise şi supuse aprobării C.N.V.M. definesc condiţiile de funcţionare, de acces pe piaţă, condiţiile de admitere la tranzacţionare a unui instrument financiar;

c) să respecte cerinţele de raportare şi transparenţă în vederea asigurării protecţiei investitorilor stabilite de prezenta lege, precum şi reglementările emise de C.N.V.M., în conformitate cu legislaţia comunitară.

3. să fie „un sistem multilateral, exploatat şi gestionat de un operator, care asigură sau facilitează confruntarea - chiar în interiorul său şi în conformitate cu norme nediscreţionare - a unor interese multiple de vânzare şi de cumpărare exprimate de terţi pentru instrumente financiare, într-un mod care conduce la încheierea de contracte privind instrumente financiare admise la tranzacţionare în cadrul normelor sale şi al sistemelor sale, şi care este autorizat şi funcţionează în mod regulat în conformitate cu dispoziţiile titlului III" (art. 4, pct. 14 din Directiva 2004/39/CE);

4. să adopte reglementări privind:

a) cerinţe organizatorice privind evitarea conflictului de interese, gestionarea riscurilor la care sunt expuse, buna gestionare a operaţiunilor tehnice ale sistemelor (art. 39 din Directiva 2004/39/CE);

b) admiterea la tranzacţionare a instrumentelor financiare (art. 40 din Directiva 2004/39/CE);

c) suspendarea şi retragerea instrumentelor de la tranzacţionare (art. 41 din Directiva 2004/39/CE);

d) accesul membrilor la piaţă (art. 42 din Directiva 2004/39/CE);

e) controlul respectării normelor şi a altor obligaţii legale (art. 43 din Directiva 2004/39/CE);

f) cerinţe de transparenţă înainte de tranzacţionare şi după tranzacţionare (art. 44-45 din Directiva 2004/39/CE);

g) asigurarea unui mecanism juridic privind compensarea şi decontarea tranzacţiilor efectuate pe piaţa respectivă (art. 46 din Directiva 2004/39/CE).

În acelaşi timp, o dispoziţie cu caracter final din MiFID, prevede posibilitatea includerii în categoria pieţelor reglementate a acelor sisteme de tranzacţionare, autorizate anterior intrării în vigoare a MiFID, dar care îndeplinesc anumite condiţii compatibile cu cele stipulate de MiFID. Potrivit art. 71 alin. (2) din MiFID, „se consideră că o piaţă reglementată sau un operator deja autorizat în statul său membru de origine înainte de 1 noiembrie 2007 deţine această autorizaţie în sensul prezentei directive în cazul în care legislaţia statului membru respectiv prevede că piaţa reglementată sau operatorul, după caz, trebuie să îndeplinească anumite condiţii comparabile cu cele impuse în titlul III".

Scopul vizat de legiuitorul comunitar a fost, evident, nu numai de a impune statelor membre să introducă în legislaţie prevederi compatibile cu MiFID, dar şi să urmărească implementarea lor. În aceste condiţii, norma din cadrul art. 71 alin. (1) credem că trebuie interpretată într-un sens care să permită includerea în categoria pieţelor reglementate numai a acelor pieţe care respectă cerinţele Titlului III din MiFID, întrucât este posibil ca legislaţia internă să prevadă norme compatibile cu acest titlu, însă anumite pieţe autorizate anterior intrării în vigoare a MiFID să nu respecte sus-menţionatele cerinţe.

Credem că se impune *de lege ferenda,* din raţiuni ce ţin exclusiv de implementarea corectă a normelor comunitare în dreptul intern, modificarea definiţiei pieţei reglementate în sensul art. 4 alin. (1) pct. 14 din MiFID. Oricum, apreciem că actualul text al art. 125 reflectă sensul vizat de norma comunitară fiind în spiritul acesteia.

S-a arătat[1] că **introducerea instituţiei pieţei reglementate în legislaţia comunitară a avut un rol centralizator**, cel puţin din perspectiva raportării tuturor tranzacţiilor executate cu instrumente financiare admise la tranzacţionare pe o anumită piaţă. O asemenea consecinţă este vădit mai importantă în cazul în care anumite instrumente financiare sunt tranzacţionate pe mai multe pieţe. Obligativitatea raportării tuturor tranzacţiilor încheiate pe pieţele de capital cu aceste instrumente financiare a diminuat posibilitatea manipulării pieţei. Totodată a crescut rolul autorităţilor administrative ale pieţelor de capital eliminându-se monopolul intermediarilor calificaţi în derularea activităţii de tranzacţionare pe pieţele de capital[2].

2.3.3. Caracterele juridice ale pieţei reglementate

În doctrină[3] au fost identificate o serie de **caractere juridice** ale pieţelor reglementate, acestea descriind în egală măsură şi sistemele alternative de tranzacţionare (apreciind afirmarea acestor caractere juridice de către autorul sus-menţionat, ne îngăduim să dezvoltăm nesemnificativ prezentarea acestora):

- **multilateralitatea**, în sensul existenţei în sistemele de tranzacţionare respective (pieţe reglementate sau sisteme alternative) a unor interese multiple exprimate fie în sensul cererii (ordinele din „*ask*"), fie în sensul ofertei (ordinele din „*bid*"); cererea şi oferta se referă la preţul cerut, respectiv pentru instrumentele financiare tranzacţionate în sistemul respectiv; autorul citat prezintă acest caracter juridic drept „interconectarea automată a ordinelor tuturor cumpărătorilor şi vânzătorilor interesaţi, prezenţi în piaţă" (idem);
- **neutralitatea, sau caracterul obiectiv al tranzacţiilor încheiate,** în sensul încheierii contractelor de vânzare-cumpărare de titluri în cadrul sistemelor respective numai în baza unor reglementări preexistente şi a legii naturale a cererii şi a ofertei, fără nicio influenţă subiectivă; contractele de vânzare-cumpărare de acţiuni încheiate pe piaţa de capital au un caracter obiectiv, niciun investitor nu-şi cunoaşte contrapartea cu care a încheiat tranzacţia nici măcar după efectuarea acesteia;
- **nediscriminarea**, în sensul că toţi investitori care intenţionează să participe la piaţa unui instrument financiar au şanse egale de a achiziţiona, respectiv de a vinde acel titlu; acest caracter juridic cunoaşte o nuanţare semnificativă, datorată regulilor privind ordinea de prioritate a introducerii şi executării ordinelor în sistemul de tranzacţionare, justificată de accesul inegal la informaţii pe care îl au participanţii la piaţă; spre exemplu, la Bursa de Valori Bucureşti ordinea de prioritate a executării ordinelor de bursă în cadrul aceluiaşi nivel de preţ – după tipul de cont, este, în ordine descrescătoare a priorităţii: cont Client (clienţi de retail), cont Instituţie (clienţi profesionali, investitori instituţionali), cont propriu-House (contul propriu al intermediarului autorizat), cont persoane relevante - Staff (persoanele din conducerea intermediarului autorizat, precum şi angajaţii acestuia) cont Insider (persoane iniţiate în raport cu emitentul), cont combinat - Mixed (un cont în care pot fi introduse, în opinia noastră numai cu acordul expres al lor, toate categoriile de persoane susmenţionate).

---

[1] *L. Dabin*, Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières, Ed. Larcier, 2004, p. 87.

[2] Ibidem, p. 88.

[3] *C. Gheorghe*, op. cit., p. 39.

2.3.4. Sistemul tehnico-informatic prin intermediul căruia se încheie tranzacțiile pe piața reglementată

Pentru a primi autorizarea din partea autorității administrative a pieței de capital, un operator de piață trebuie să aibă o **dotare adecvată pentru administrarea riscurilor la care este expusă piața reglementată**, să implementeze sistemele corespunzătoare, care să permită identificarea tuturor riscurilor semnificative ale operațiilor de piață și, totodată, să pună în practică măsuri efective pentru diminuarea acestora.

Potrivit art. 25 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 2/2006, **sistemul tehnico-informatic** folosit de operatorul de piață trebuie să îndeplinească cel puțin următoarele **funcții**:

a) de **tranzacționare automată, sigură și transparentă a tuturor instrumentelor financiare**, permițând accesul la distanță, introducerea în sistem, modificarea, retragerea și anularea ordinelor, individual de către participanții care îndeplinesc condițiile de acces stabilite de operatorul de piață, pentru fiecare tip de piață reglementată;

b) de **furnizare a cel puțin următoarelor informații**:

- datele de identificare a participanților în contul cărora s-au introdus ordine de tranzacționare și/sau au fost încheiate tranzacții;
- identificarea instrumentelor financiare tranzacționate;
- data, ora, minutul și secunda la care s-au executat tranzacțiile;
- codul/numărul fiecărei tranzacții;
- exercitarea contractelor cu opțiuni;
- numărul pozițiilor deschise pentru fiecare scadență;
- expunerea pe fiecare participant;

c) de **înregistrare și ținere a evidenței**, precum și de arhivare a tuturor detaliilor privind tranzacțiile încheiate;

d) de **protecție adecvată a integrității pieței reglementate** prin asigurarea comunicării în timp real prin intermediul sistemului între participanți, operatorul de piață, depozitarul central și sistemul de compensare-decontare administrat de acesta, casa de compensare/contrapartea centrală, după caz.

Sistemul tehnico-informatic trebuie să fie construit astfel încât **să asigure tranzacționarea continuă, stocarea și furnizarea** în timp real a cel puțin următoarelor **informații** pentru fiecare instrument financiar: preț maxim, preț minim, prețul ultimei tranzacții, volumul tranzacționat, variația și pozițiile deschise.

În vederea îndeplinirii obligației legale privind asigurarea unei dotări corespunzătoare, operatorul de piață este ținut să stabilească **reglementări și proceduri transparente și nediscreționare care să asigure tranzacționarea corectă și ordonată** pentru fiecare dintre piețele reglementate pe care le administrează și, totodată, sunt stabilite criterii obiective pentru executarea eficientă a ordinelor, în scopul asigurării protecției investitorilor. De asemenea, este necesar să dispună de tehnici care să faciliteze încheierea, executarea și înregistrarea eficientă și la timp a tranzacțiilor executate în cadrul sistemelor sale.

Operatorul pieței reglementate trebuie să dispună de tehnici pentru administrarea sigură a operațiunilor tehnice ale sistemului, inclusiv instalarea de **sisteme de recuperare și refacere a datelor pierdute** în caz de calamități, pentru a face față riscurilor de apariție a unor disfuncționalități în cadrul sistemelor.

2.3.5. Condiţiile de acces la tranzacţionarea pe piaţa reglementată

Conform art. 36 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 2/2006, operatorul de piaţă permite **accesul pe o piaţă reglementată participanţilor** care:

a) îndeplinesc cerinţele impuse de regulile pieţei respective şi de reglementările C.N.V.M.;

b) fac dovada dotării tehnice adecvate şi a calificării şi atestării corespunzătoare a agenţilor pentru servicii de investiţii financiare;

c) au o structură organizatorică cerută prin regulile pieţei;

d) dispun de resurse suficiente pentru activitatea pe care vor să o desfăşoare pe piaţa reglementată, luând în considerare diferitele cerinţe financiare pe care le poate stabili piaţa reglementată pentru a garanta decontarea adecvată a tranzacţiilor.

Accesul la activitatea de tranzacţionare administrată de către B.V.B. se realizează în baza unei **licenţe de tranzacţionare**. Aceste licenţe de tranzacţionare pot îmbrăca două forme: transmisibile şi netransmisibile. Regimul licenţelor de tranzacţionare la B.V.B. este stabilit în Titlul V al **Regulamentului de organizare şi funcţionare a Bursei de Valori Bucureşti S.A.** (aprobat prin Deciziile C.N.V.M. nr. 2600/14.09.2006 şi nr. 3196/12.10.2006).

Potrivit art. 1 din Procedura privind obţinerea şi transmiterea licenţelor de tranzacţionare în cadrul Bursei de Valori Bucureşti (Anexa 3 a Regulamentului de organizare şi funcţionare a Bursei de Valori Bucureşti S.A.), „prin licenţa de tranzacţionare se înţelege **actul juridic care conferă proprietarului său dreptul de a tranzacţiona** în cadrul Bursei de Valori Bucureşti, sub condiţia îndeplinirii celorlalte condiţii necesare dobândirii calităţii de participant la sistemul de tranzacţionare al B.V.B."

2.3.6. Operatorul de piaţă-administrator al pieţei reglementate

Potrivit dispoziţiilor art. 124 alin. (1) din Legea nr. 297/2004, pieţele reglementate de instrumente financiare se organizează şi se administrează de către o persoană juridică, constituită sub forma unei societăţi pe acţiuni, emitentă de acţiuni nominative, conform Legii nr. 31/1990, autorizată şi supravegheată de C.N.V.M., denumită *operator de piaţă*.

Având în vedere că activitatea operatorilor de piaţă de administrare a pieţelor reglementate de capital constituie este de **interes public**, orice decizie a autorităţii administrative a pieţei de capital referitoare la acordarea sau retragerea unei autorizaţii trebuie **publicată în Monitorul Oficial**.

Operatorii de piaţă **se înscriu în Registrul public al C.N.V.M.** în secţiunea 11, conform art. 5 alin. (1) pct. 11 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 4/2009, într-una dintre cele trei subsecţiuni:operatori de piaţă din România, operatori de piaţă din state membre sau operatori de piaţă din state nemembre. În prezent în Registrul public al C.N.V.M. sunt înscrişi opt operatori de piaţă, respectiv două persoane juridice române (cele sus-menţionate) şi şase persoane juridice din state membre ale Uniunii Europene.

Operatorul de piaţă este necesar a fi constituit sub forma unei **societăţi comerciale pe acţiuni**, emitentă de acţiuni nominative. Operatorii de piaţă sunt aşadar **persoane juridice de drept privat**. Cu toate acestea, funcţia îndeplinită şi atribuţiile deţinute de operatorii de piaţă au o relevanţă deosebită pentru publicul larg. De aceea, s-a arătat în doctrină[1] că operatorii de piaţă „sunt dotaţi cu puteri importante, care pot fi calificate, nu fără justificare, prerogative de putere publică". În cadrul acestor prerogative intră dreptul de a lua toate măsurile pentru buna funcţionare a pieţelor administrate şi puterea de a emite acte normative şi decizii individuale.

Potrivit actului constitutiv al operatorului de piaţă S.C Bursa de Valori Bucureşti S.A., toate acţiunile acestei societăţi se emit **în forma dematerializată, sunt nominative şi indivizibile şi se transferă prin înscriere în cont**. Acţiunile sunt ordinare şi preferenţiale, fără drept de vot, potrivit Actului Constitutiv. Acţiunile preferenţiale nu pot depăşi o pătrime din capitalul social al societăţii. În cazul în care se constată existenţa unor situaţii care ar conduce la depăşirea acestui prag, Consiliul de administraţie al Bursei va proceda la convocarea Adunării Generale Extraordinare a acţionarilor Societăţii, în vederea răscumpărării de către societate a acţiunilor respective, pro-rata, de la respectivii deţinători.

Potrivit art. 47 din MiFID, fiecare stat membru este obligat să întocmească o **listă cu pieţele reglementate pentru care este statul membru de origine** şi să comunice această listă celorlalte state membre şi Comisiei. Fiecare modificare a acestei liste presupune o comunicare similară. Comisia publică o listă cu toate pieţele reglementate în Jurnalul Oficial al Uniunii Europene şi o actualizează cel puţin o dată pe an. De asemenea, ea publică şi actualizează lista pe website-ul său de fiecare dată când un stat membru notifică o modificare a propriei liste.

Conform art. 124 alin. (4) din Legea nr. 297/2004, lista pieţelor reglementate autorizate va fi comunicată statelor membre, precum şi Comisiei Europene, împreună cu regulamentele, instrucţiunile şi procedurile privind operaţiunile pe aceste pieţe, precum şi orice modificări ulterioare ale acestora.

În ceea ce priveşte drepturile procesuale, potrivit dispoziţiilor art. 124 alin. (5) din Legea nr. 297/2004, operatorul de piaţă care administrează o piaţă reglementată are legitimitate procesuală activă, respectiv pasivă, pentru orice drepturi şi obligaţii, pretenţii şi reclamaţii legate de activitatea pieţelor administrate.

2.3.7. Segmentele Bursei de Valori Bucureşti – principala piaţă reglementată din România

Piaţa Regular este piaţa principală a bursei, de tip „*order-driven*"[2], în care acţiunile se tranzacţionează pe blocuri de tranzacţionare şi care determină preţul de referinţă al acestora.

Pentru determinarea efectelor unei tranzacţii asupra preţului sau volumului tranzacţionat al instrumentelor financiare trebuie avută în vedere şi *variaţia maximă de preţ* admisă într-o şedinţă de tranzacţionare pe diversele segmente de piaţă.

Pe segmentele de piaţă ale B.V.B., variaţia maximă de preţ admisă într-o şedinţă de tranzacţionare este stabilită în Anexa nr. 7 a Codului B.V.B. Conform acesteia, pe Piaţa *Regular* (Piaţă principală), variaţia maximă admisă a preţului unui instrument financiar într-o ședință de tranzacționare este de +/- 15% din prețul de referință al ședinței curente. Pentru un anumit simbol, directorul general al B.V.B. poate stabili o variație maximă admisă diferită.

---

[1] *T. Bonneau, F. Drummond*, op. cit., p. 483.

[2] Piaţa de tip *order driven* este o piaţă de licitaţie în care preţul este determinat prin afişarea ordinelor de vânzare, respectiv de cumpărare, conform http://www.investopedia.com/terms/o/orderdriven.asp.

Mărimea blocului de tranzacționare standard, conform Anexei nr. 7 a Codului B.V.B. - operator de piață, este de *100 de instrumente financiare*, pentru Piața *Regular*.

Piața Regular prezintă patru stări importante: pre-deschidere, deschidere, pre-închidere și închidere.

Pentru Piața Regular importanță deosebită, din perspectiva temei prezentei lucrări, o prezintă modalitatea de încheiere a tranzacțiilor în funcție de ordinele introduse în sistem.

Astfel, în starea de *pre-deschidere* se introduc ordine în sistemul de tranzacționare, însă nu se încheie tranzacții.

Prețul de deschidere se determină pe baza unui algoritm ce constă în aplicarea următoarelor criterii:

a) volumul maxim care poate fi tranzacționat la deschidere;

b) minimizarea dezechilibrului în volumul de instrumente financiare – în cazul în care se poate tranzacționa același volum maxim la mai multe prețuri de deschidere;

c) variația minimă procentuală a prețului potențial de deschidere față de prețul de referință al ultimei ședințe de tranzacționare – în cazul în care este posibilă tranzacționarea la mai multe niveluri de preț a aceluiași volum maxim de instrumente financiare care are același dezechilibru minim de instrumente financiare;

d) prețul maxim – în cazul în care este posibilă tranzacționarea la mai multe niveluri de preț a aceluiași volum maxim de instrumente financiare care are același dezechilibru minim de instrumente financiare și aceeași variație minimă procentuală.

În *starea deschidere*, prioritatea de execuție a ordinelor la deschidere este identică cu prioritatea de afișare, pentru categoriile de ordine posibile în piață fiind, în ordine descrescătoare, următoarea:

a) ordine la piață (MKT);

b) ordine limită cu preț mai bun decât prețul de deschidere;

c) ordine limită cu preț egal cu prețul de deschidere.

La calculul prețului și volumului de deschidere, ordinele la piață vor fi luate în calcul ca participând la execuție pe fiecare nivel de preț.

În *starea deschisă* a pieței, tranzacțiile se încheie atunci când există introduse în sistem două ordine de tranzacționare de sens opus, având drept obiect același instrument financiar. Ordinele sunt afișate și executate, în ordinea descrescătoare a importanței, în funcție de următoarele criterii [art. 64 alin. (1) Titlul II al Cărții I a Codului B.V.B. – operator de piață]:

a) preț ordin;

b) în cadrul aceluiași nivel de preț – după tipul de cont, în ordine descrescătoare a priorității, respectiv cont Client, cont Instituție, cont propriu (*House*), cont persoane relevante (*Staff*), cont *Insider*, cont combinat (*Mixed*);

c) în cadrul aceluiași nivel de preț și tip de cont – după timpul introducerii ordinului în sistem sau timpul corespunzător ultimei modificări care determină schimbarea priorității, conform principiului precedenței (FIFO[1]: primul venit-primul servit).

---

[1] FIFO – first in first out.

Mecanismele cererii şi ale ofertei determină încheierea tranzacţiei, pe această piaţă de licitaţie, atunci când un participant la piaţă, fie că este vânzător, fie că este cumpărător, acceptă preţul inserat într-un ordin introdus anterior în sistemul de tranzacţionare şi introduce un ordin de sens contrar la preţul respectiv. Operaţiunea este derulată, desigur, de către intermediarul autorizat care acţionează în numele clientului sau al firmei de brokeraj pe care o reprezintă.

Ordinele care se introduc în piaţă şi se execută în momentul introducerii, se vor executa cu acele ordine din sistem care au prioritatea cea mai mare de execuţie, potrivit art. 74 alin. (2) din Titlul II al Codului B.V.B.

În starea *pre-închisă*, în sistemul B.V.B. se aplică aceleaşi reguli ca în starea pre-deschidere, în timp ce în *starea închisă* sistemul B.V.B. nu permite agenţilor de bursă să introducă, să modifice, să retragă, să suspende, să reia sau să execute ordine de bursă, ci numai vizualizarea informaţiilor cu privire la ordine, cotaţii informative, cotaţii ferme, deal-uri, tranzacţii, rapoarte, statistici.

Piaţa Deal este o piaţă auxiliară pieţei Regular, de negociere, pentru care B.V.B. stabileşte o anumită valoare minimă a tranzacţiei, prevăzută în Anexa nr. 7 a Codului B.V.B. Variaţia procentuală maximă de +/- 15% este admisă şi pe Piaţa Deal.

Variaţia maximă a preţului ordinelor de bursă în Piaţa Deal se raportează la preţul de referinţă din piaţa principală (piaţa Regular), în timp ce preţul tranzacţiilor efectuate în această piaţă auxiliară nu participă la stabilirea preţului de referinţă al acţiunilor.

Blocul de tranzacţionare are aceeaşi mărime ca şi pe Piaţa Regular – 100 de instrumente financiare.

Piaţa Deal este piaţa de negociere pe care se realizează tranzacţiile de tip deal. Deal-ul este, conform art. 1 alin. (1) pct. 32 din Titlul preliminar al Codului B.V.B. - operator de piaţă, oferta fermă de cumpărare sau de vânzare a unui anumit număr de instrumente financiare, care este transmisă direct de către un agent de bursă, denumit **iniţiator**, către un alt agent de bursă, denumit **contraparte**. Identitatea celor două părţi nu este publică pentru ceilalţi Participanţi (intermediari).

Pe Piaţa Deal operează, conform Codului B.V.B. - operator de piaţă, instituţia blocului de tranzacţionare alături de cea a valorii minime a ordinului, aceasta fiind de 700.000 lei. Variaţia procentuală maxim admisă pentru piaţa deal se raportează la preţul de referinţă stabilit pe piaţa principală.

De regulă, pe piaţa Deal se efectuează tranzacţii la preţuri negociate în prealabil de intermediari pentru pachete mari de instrumente financiare şi la preţuri sensibil diferite de preţul pieţei Regular, însă încadrându-se în variaţia maximă admisă faţă de preţul de referinţă. Absenţa posibilităţii create de Piaţa Deal ar împiedica transferul unor pachete mari de instrumente financiare, datorită barierei impuse de preţul de referinţă şi de regula variaţiei maxime admise într-o şedinţă de tranzacţionare (regula „tunelului"). Piaţa Deal serveşte în practică, spre exemplu, vânzării unui pachet semnificativ de acţiuni al unei societăţi listate, preţul fiind negociat anterior tranzacţiei încheiate în piaţă, respectiv anterior introducerii ordinelor de vânzare şi de cumpărare.

Mecanismul de încheiere a tranzacţiilor pe Piaţa Deal presupune, în Starea Deschisă, negocierea vânzării unui pachet de acţiuni de către doi agenţi de bursă conectaţi la sistemul de tranzacţionare al B.V.B. Agentul de bursă, denumit iniţiator introduce în cadrul sistemului o ofertă (deal) de cumpărare sau de vânzare. Contrapartea, respectiv agentul de bursă care primeşte ordinul deal de la iniţiator, confirmă oferta primită sau poate continua negocierea prin transmiterea către iniţiator a unei contraoferte. Procesul de negociere se încheie la confirmarea deal-ului respectiv, moment care coincide cu înregistrarea în sistem a tranzacţiei deal.

Este important de reţinut că, în sistemul B.V.B., contrapartea dispune de opţiunea de a refuza oferta de deal primită, iar iniţiatorul are posibilitatea de a anula oferta de *deal* transmisă. În cadrul Pieţei Deal este interzisă utilizarea conturilor grup.

Piaţa Odd Lot este piaţă auxiliară pieţei Regular, de tip *order-driven*, pe care instrumentele financiare se tranzacţionează în cantităţi mai mici decât un bloc de tranzacţionare

Pe Piaţa Odd Lot variaţia procentuală maximă admisă pentru o şedinţă este de +/-25%.

Variaţia maximă a preţului ordinelor de bursă în piaţa Odd Lot se raportează la preţul de referinţă din piaţa principală (piaţa Regular), în timp ce preţul tranzacţiilor efectuate în această piaţă auxiliară nu participă la stabilirea preţului de referinţă al acţiunilor.

Pe piaţa Odd Lot nu funcţionează regula blocului de tranzacţionare.

Piaţa Odd Lot oferă posibilitatea tranzacţionării unor pachete de acţiuni mai mici decât dimensiunea standard a blocului (100 acţiuni). Este o piaţă în care se poate vedea ce se oferă şi se pot introduce ordine de cumpărare. Vânzătorul are rol pasiv – el îşi afişează cantitatea şi preţul şi aşteaptă cumpărătorul[1].

Pieţele Buy-In şi Sell-Out sunt pieţe auxiliare pieţei *Regular*, de tip *order-driven*, iniţiate de B.V.B. în cadrul procedurilor de corectare a erorii sau la solicitarea Depozitarului Central, în conformitate cu prevederile contractului încheiat între B.V.B. şi Depozitarul Central.

Pieţele Buy-In şi Sell-Out au rolul exclusiv de a servi la corectarea erorilor apărute în cadrul procesului de tranzacţionare. Potrivit art. 149 alin. (1) din Titlul III, Tranzacţionarea şi monitorizarea, al Codului B.V.B. - operator de piaţă, B.V.B. corectează erori prin **tranzacţii buy-in** speciale şi prin procedura de cumpărare impusă (**buy-in**) la solicitarea Depozitarului Central, conform prevederilor contractului încheiat între B.V.B. şi Depozitarul Central.

Articolul 150 alin. (3) precizează procedura executării acestor tranzacţii buy-in cu caracter special: B.V.B. transmite un mesaj în sistem către toţi Participanţii[2], anunţând începerea procedurii de cumpărare impusă (buy-in). B.V.B. va introduce în sistem, în Piaţa Buy-In, în numele Participantului vânzător iniţial şi pe contul indicat de acesta, un ordin de cumpărare pentru cantitatea şi termenul de decontare precizate în solicitarea primită de la Depozitarul Central, la preţul maxim admis pentru şedinţa respectivă. Participantului în cauză nu îi este permisă modificarea acestui ordin.

---

[1] http://www.kmarket.ro/documentare/arhiva/bvb2.html.

[2] Conform art. 1 alin. (1) din Titlul I al Codului, *participanţi* sunt intermediarii care prestează servicii de investiţii financiare în România, înscrişi în Registrul public ţinut de C.N.V.M. şi în Registrul Participanţilor ţinut de B.V.B.

Ordinul respectiv va rămâne în sistemul de tranzacţionare până ce va fi executat în întregime. Dacă ordinul nu este executat în şedinţa în care a fost introdus prima dată, la începutul şedinţelor ulterioare B.V.B. va modifica preţul ordinului astfel încât să reprezinte preţul maxim admis pentru fiecare din aceste şedinţe.

În mod asemănător, în Piaţa Sell-Out departamentul de specialitate al B.V.B. introduce un singur ordin limită de vânzare, denumit ordin de iniţiere, al cărui preţ este preţul minim admis pentru simbolul respectiv în cadrul Pieţei Regular din şedinţa curentă.

Pot exista în acelaşi timp mai multe sesiuni de tranzacţionare în pieţele Buy-In şi Sell Out pentru entităţi diferite Simbol-Piaţă care sunt administrate în mod independent şi pot avea durate diferite de timp. Participanţii (intermediarii) sunt notificaţi prin intermediul sistemului de tranzacţionare al B.V.B. cu privire la deschiderea şi închiderea sesiunilor de tranzacţionare în aceste pieţe auxiliare.

Piaţa operaţiunilor speciale şi a ofertelor publice. O categorie aparte a pieţei administrate de un operator de piaţă, inclusiv de către Bursa de Valori Bucureşti, o reprezintă segmentele de piaţă aferente **ofertelor publice şi operaţiunilor speciale.**

Pe aceste categorii de pieţe (segmente de piaţă) se efectuează numai tranzacţii din cadrul ofertelor publice sau operaţiuni speciale. Din această cauză, reglementările specifice acestor operaţiuni sunt diferite de cele incidente pieţelor obişnuite *regular*. Crearea acestor segmente de piaţă a fost necesară pentru a se putea facilita executarea tranzacţiilor cu caracter special, operaţiune imposibilă în condiţiile impuse de parametrii pieţelor *regular*, pe care se determină un preţ de referinţă al instrumentelor financiare şi pe care există restricţii privind fluctuaţia maximă a preţului admisă într-o şedinţă bursieră.

Trebuie precizat că aceste pieţe sunt de tipul *order driven*, blocul de tranzacţionare este de un instrument financiar, iar ordinele introduse sunt de tipul *open*[1].

Segmentele de piaţă aferente **ofertelor publice** sunt, conform art. 222 alin. (1) din Titlul III al Codului B.V.B. – operator de piaţă: *piaţa ofertelor publice de vânzare primare, piaţa ofertelor publice de vânzare secundare, piaţa ofertelor publice de cumpărare secundare.*

În cadrul fiecăreia dintre aceste pieţe, operaţiunile se desfăşoară conform regulilor aplicabile tipului de instrument financiar, prevederilor prospectului de ofertă/documentului de ofertă sau tipului de ofertă. Va exista aşadar o valoare a preţului la care se efectuează tranzacţiile, prevăzută în prospectul sau documentul de ofertă care va putea fi considerabil diferită de preţul de referinţă al unui instrument financiar, stabilit pe piaţa Regular, în cazul în care este vorba de oferte secundare.

În conformitate cu dispoziţiile art. 227 din acelaşi titlu al Codului B.V.B., există la nivelul Bursei de Valori Bucureşti o piaţă distinctă, numită **„Piaţă operaţiuni speciale"**, de tip POFSV, pe care se execută vânzările speciale la ordin. Această metodă de „vânzare specială la ordin" se utilizează pentru vânzarea pachetelor de valori mobiliare de acelaşi tip şi clasă ale unui Emitent, cu un volum mai mare sau egal cu 5% sau având o valoare echivalentă cu cel puțin 500.000 de euro, calculată la cursul de schimb stabilit de Banca Națională a României, valabil în ziua încheierii acordului formal privind vânzarea pachetului respectiv între intermediar și vânzător (art. 226 din Codul B.V.B. – operator de piață).

---

[1] Ordin open – ordin valabil până la execuţie sau retragere, în limita a 62 de zile calendaristice de la data ultimei actualizări a ordinului, conform art. 50 alin. (1) lit. b) din Titlul III al Codului B.V.B. – operator de piaţă.

Vânzarea specială la ordin este o procedură utilizată, de regulă, în cazul executării silite asupra instrumentelor financiare ale unui emitent admis la tranzacționare pe o piață reglementată și care sunt deținute de un debitor.

În piața de tip POFSV sunt permise numai ordine limită, iar limitarea procentuală a prețului acestor ordine nu se aplică, potrivit art. 227 alin. (2) și (3).

Conform art. 231, înainte de data introducerii ordinului de vânzare în sistem, B.V.B. va atașa simbolului aferent unei vânzări speciale la ordin, piața de tip POFSV, apoi va acorda tuturor intermediarilor dreptul de acces la simbolul respectiv.

Intermediarul vânzării, va introduce în piața de tip POFSV, în prima zi lucrătoare ulterioară primirii de către B.V.B. a notificării privind derularea operațiunii (prima zi de derulare a operațiunii), ordinul de vânzare pentru întreaga cantitate și având prețul egal cu prețul de ofertă stabilit de ofertant. Cumpărătorii introduc ordinele de cumpărare în piață, pe durata celor 3 zile lucrătoare de derulare a operațiunii, începând cu data introducerii ordinului de vânzare în sistem. Ordinele de cumpărare vor avea caracteristicile de cantitate și preț indicate de cumpărători, respectând precizările ofertantului din anunțul privind vânzarea specială la ordin.

Acest tip de piață funcționează după sistemul licitației, cel mai bun preț oferit de către cumpărători fiind prețul la care se realizează tranzacția. Dacă nu se oferă prețul stabilit de către ofertant și introdus în sistemul de tranzacționare în prima zi de derulare a operațiunii, nu se încheie nicio tranzacție.

În a 3-a zi de derulare a operațiunii, după închiderea pieței de tip POFSV, B.V.B. va asigura condițiile tehnice pentru executarea tranzacțiilor pe simbolul aferent vânzării speciale la ordin în piața de tip POFSV. Prețul tranzacțiilor este unic și este calculat conform algoritmului de deschidere[1].

Desigur, tranzacțiile încheiate pe piața POFSV nu contribuie la stabilirea prețului de referință.

Piața drepturilor. Vom schița elementele definitorii ale pieței de tranzacționare a instrumentului financiar intitulat „drepturi”, astfel cum sunt ele specificate în Codul Bursei de Valori București - operator de piață.

Trebuie arătat că, în momentul de față se pot tranzacționa două tipuri de drepturi la Bursa de Valori București: drepturile de preferință și drepturile de alocare.

---

[1] Potrivit art. 70 alin. (3) din Titlul III al Cărții I a Codului B.V.B. – operator de piață: Prețul de deschidere se determină ținând cont de următoarele criterii, în ordinea descrescătoare a importanței acestora: a) volumul maxim care poate fi tranzacționat la deschidere; b) minimizarea dezechilibrului în volumul de instrumente financiare – în cazul în care se poate tranzacționa același volum maxim la mai multe prețuri de deschidere; c) variația minimă procentuală a prețului potențial de deschidere față de prețul de referință al ultimei ședințe de tranzacționare – în cazul în care este posibilă tranzacționarea la mai multe niveluri de preț a aceluiași volum maxim de instrumente financiare care are același dezechilibru minim de instrumente financiare; d) prețul maxim – în cazul în care este posibilă tranzacționarea la mai multe niveluri de preț a aceluiași volum maxim de instrumente financiare care are același dezechilibru minim de instrumente financiare și aceeași variație minimă procentuală.

Dreptul de preferinţă este, potrivit art. 2 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006[1] privind emitenţii şi operaţiunile de piaţă, o valoare mobiliară negociabilă, care încorporează dreptul titularului său de a subscrie cu prioritate acţiuni în cadrul unei majorări a capitalului social, proporţional cu numărul de drepturi deţinute la data subscrierii, într-o perioadă de timp determinată. Drepturile de preferinţă sunt acordate tuturor acţionarilor înscrişi la data de înregistrare în registrul emitentului, indiferent de participarea acestora la AGEA emitentului sau de votul exprimat de aceştia cu privire la majorarea capitalului social. Privit ca valoare mobiliară, dreptul de preferinţă a fost considerat „un drept mobiliar, care se separă de acţiune, dar care este, în acelaşi timp, un complement al dreptului constatat prin acţiune”[2].

Conform art. 130 alin. (6) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, Hotărârea AGEA de majorare a capitalului social precizează inclusiv numărul drepturilor de preferinţă necesare pentru achiziţionarea unei acţiuni noi, preţul de subscriere de acţiuni noi pe baza drepturilor de preferinţă şi perioada în care va avea loc subscrierea, preţul la care se oferă public acţiunile noi ulterior subscrierii în baza drepturilor de preferinţă, dacă este cazul. Numărul drepturilor de preferinţă este egal cu numărul de acţiuni înregistrate în registrul emitentului la data de înregistrare.

Dacă în privinţa drepturilor de preferinţă avem de-a face cu o definiţie legală, adoptată cu respectarea textelor normative imperative, cuprinsă în cadrul Regulamentului C.N.V.M. nr. 1/2006, în cazul drepturilor de alocare[3] o asemenea definiţie, adoptată în condiţiile legii, nu există. Comisia Naţională a Valorilor Mobiliare a emis *Avizul nr. 53* din 30.10.2007[4], act administrativ individual, după cum se arată în chiar cuprinsul său, în cadrul căruia a realizat o definire şi o prezentare a elementelor definitorii ale valorii mobiliare numite „**drept de alocare**”.

Potrivit art. 1 alin. (1) din acest Aviz, **drepturile de alocare** sunt valori mobiliare negociabile, emise pe termen scurt, care certifică dreptul deţinătorului acestuia de a primi o acţiune care îi va fi atribuită la momentul înregistrării la S.C. Depozitarul Central S.A. Bucureşti a majorării capitalului social. Mai departe, actul administrativ individual arată că „drepturile de alocare pot fi emise în cazul ofertelor publice primare iniţiale de vânzare în vederea admiterii acţiunilor pe o piaţă reglementată şi în condiţiile în care respectivele acţiuni nu sunt tranzacţionate pe nicio altă piaţă”.

În cadrul prospectului de ofertă publică primară iniţială de vânzare trebuie cuprinse şi informaţii privind situaţia financiară a emitentului, precum şi informaţii privind drepturile de alocare, drepturile şi obligaţiile investitorilor care deţin aceste instrumente financiare şi riscurile aferente tranzacţionării drepturilor de alocare.

Drepturile de alocare sunt emise ataşat acţiunilor şi revin, ulterior închiderii perioadei de derulare a ofertei publice iniţiale primare de vânzare, persoanelor care au subscris şi plătit integral acţiuni în cadrul perioadei de exercitare a dreptului de preferinţă, precum şi în cadrul ofertei publice de vânzare.

---

[1] Aprobat prin Ordinul Preşedintelui C.N.V.M. nr. 23/2006 (M.Of. nr. 312 din 6 aprilie 2006).

[2] *St.D. Cărpenaru, C. Predoiu, S. David, Gh. Piperea*, Societăţi comerciale. Reglementare, doctrină, jurisprudenţă, Ed. All Beck, Bucureşti, 2002, p. 467.

[3] Tranzacţionate pentru prima dată în România cu ocazia ofertei publice iniţiale derulate pentru distribuirea către public a 10% din capitalul social al Transgaz SA în cadrul unei operaţiuni de majorare a capitalului social.

[4] Publicat în Buletinul C.N.V.M. nr. 44/2007.

Numărul drepturilor de alocare este egal cu numărul de acţiuni nou emise, subscrise şi plătite integral în cadrul perioadei de exercitare a dreptului de preferinţă şi în cadrul ofertei publice de vânzare. Raportul de alocare va fi de 1 acţiune la 1 drept de alocare.

Tranzacţionarea drepturilor se realizează, potrivit art. 183 din Titlul III al Codului B.V.B. – operator de piaţă, în cadrul unei pieţe de tip *order driven*, cu cotaţii ferme. În privinţa drepturilor de alocare, data maturităţii acestora (a expirării valabilităţii lor) se va împlini după scurgerea unui termen de 2 zile lucrătoare ulterioare primirii de către B.V.B. a notificării Depozitarului Central referitoare la primirea de la emitent a documentaţiei complete privind operaţiunea de majorare a capitalului social. B.V.B. va comunica data maturităţii prin sistemul propriu cu cel puţin 1 zi lucrătoare în avans.

Pentru tranzacţionarea drepturilor de preferinţă nu se impun limite de variaţie a preţului şi valori minime pentru ordinele de bursă.

În cazul drepturilor de alocare se vor aplica dispoziţiile Anexei nr. 7 a Codului B.V.B. - operator de piaţă, referitoare la limita de variaţie a preţului. Având în vedere această dispoziţie normativă, precum şi art. 3 din Avizul C.N.V.M. nr. 53/2007, rezultă că drepturilor de alocare, putând fi tranzacţionate doar pe o piaţă reglementată, de tip *order driven*, sunt supuse aceloraşi reguli ca orice alte valori mobiliare tranzacţionate pe piaţa principală a B.V.B., cu excepţia posibilităţii de a fi obiectul unor tranzacţii deal, întrucât Piaţa deal este o piaţă de negociere şi nu de tip *order driven*. Astfel, variaţia maximă zilnică admisă pentru drepturile de alocare este de +/-15%.

Blocul de tranzacţionare pentru drepturi este de o unitate.

2.4. Sisteme alternative de tranzacţionare. Noţiune, aprobarea constituirii, reguli de funcţionare

2.4.1. Noţiune

Un sistem alternativ de tranzacţionare reprezintă, conform art. 4 alin. (1) pct. 15 din MiFID, acel sistem multilateral de tranzacţionare exploatat de o întreprindere de investiţii sau de un operator de piaţă, care **asigură întâlnirea** - chiar în interiorul său şi în conformitate cu norme nediscreţionare - **unor interese multiple de vânzare şi de cumpărare** exprimate de terţi pentru instrumente financiare, într-un mod care conduce la încheierea de contracte.

2.4.2. Scopul creării sistemelor alternative de tranzacţionare

Necesitatea definirii şi creării cadrului legal pentru un sistem multifuncţional (alternativ) de tranzacţionare a fost reţinută în „Preambulul" MiFID, în parag. 5 stipulându-se că „este indispensabil a recunoaşte apariţia, în paralel cu pieţele reglementate, a unei **noi generaţii de sisteme de tranzacţionare organizate**, care trebuie supuse anumitor obligaţii vizând menţinerea funcţionării eficiente şi ordonate a pieţelor financiare".

Sistemele alternative de tranzacționare satisfac necesitățile acelor emitenți care nu îndeplinesc condițiile pentru ca titlurile lor să fie admise la tranzacționare pe o piață reglementată, realitate consacrată legislativ prin dispozițiile art. 139 alin. (2) din Legea nr. 297/2004. Obligațiile privind capitalizarea anticipată, perioada de funcționare anterioară listării, gradul de dispersie al titlurilor sunt sensibil „diluate" în cazul sistemelor alternative de tranzacționare.

În România, preluându-se dispozițiile comunitare, legiuitorul, prin prevederile art. 139 alin. (1) din legea pieței de capital a acordat posibilitatea administrării unui sistem alternativ atât unui operator de piață, cât și unui intermediar autorizat.

2.4.3. Aprobarea constituirii și regulile de funcționare

Potrivit art. 139 alin. (3) din Legea nr. 297/2004, operatorii de sistem sunt obligați să supună avizării C.N.V.M. intenția de constituire a sistemului alternativ de tranzacționare și să solicite aprobarea acesteia. Se supun aprobării C.N.V.M. atât administrarea sistemului, fiind descrise în mod complet caracteristicile acestuia, cât și regulile de funcționare.

În conformitate cu dispozițiile art. 139 alin. (5) din lege, regulile de funcționare a sistemului alternativ de tranzacționare vor cuprinde cel puțin următoarele:

a) procedurile de tranzacționare;

b) procedurile referitoare la informațiile puse la dispoziția participanților și publicului, înainte și după tranzacționare;

c) tipul și numărul participanților, precum și condițiile de acces la sistemul alternativ de tranzacționare;

d) instrumentele financiare tranzacționate.

Legiuitorul a acordat C.N.V.M. puterea de a solicita modificarea procedurilor emise de operatorul sistemului alternativ de tranzacționare atunci când consideră că acestea nu se încadrează în prevederile legale incidente.

2.4.4. Condițiile de funcționare ale sistemului alternativ de tranzacționare

Conform dispozițiilor art. 140 alin. (1) din Legea nr. 297/2004, sistemul alternativ de tranzacționare trebuie să fie astfel structurat încât:

a) să asigure derularea ordonată și corectă a operațiunilor;

b) să asigure intermediarilor acces nediscriminatoriu la sistemul alternativ de tranzacționare și un tratament egal participanților;

c) să garanteze că procedurile aplicabile sistemului sunt în măsură să asigure posibilitatea de a obține cel mai bun preț, la un moment dat;

d) să asigure suficiente informații cu privire la ordinele date și tranzacțiile încheiate, în conformitate cu standarde minime de transparență;

e) să respecte cerințele C.N.V.M. cu privire la prevenirea și detectarea abuzurilor pe piață, prevenirea spălării banilor și a finanțării de acte de terorism.

Principiile generale ale **funcționării** unui sistem alternativ (multifuncțional de tranzacționare) sunt stabilite în MiFID. Potrivit art. 14 alin. (1) din această directivă, statele membre vor impune întreprinderilor de investiții sau operatorilor care exploatează un MTF să stabilească **norme și proceduri transparente** și nediscreționare pentru a garanta un **proces de tranzacționare echitabil** și ordonat și să stabilească criterii obiective pentru o **executare eficientă a ordinelor**. De asemenea, statele membre sunt ţinute să solicite întreprinderilor de investiţii sau operatorilor care gestionează un MTF să stabilească norme transparente privind criteriile care permit **stabilirea instrumentelor financiare ce pot fi tranzacţionate în cadrul sistemelor lor.**

Un sistem alternativ de tranzacţionare este caracterizat aşadar printr-un **grad mai ridicat de autoreglementare** decât o piaţă reglementată, aceasta din urmă, după cum am văzut, funcţionând într-o măsură considerabilă după reguli impuse de puterea statală.

Piaţa reglementată şi MTF-ul au drept caracteristică comună aceea că reprezintă **sisteme multilaterale de tranzacţionare**, care se disting de sistemele bilaterale în cadrul cărora o întreprindere de investiţii intervine, pentru fiecare tranzacţionare în cont propriu şi nu ca intermediar, fără a-şi asuma riscuri, între cumpărător şi vânzător. Pieţele reglementate şi MTF nu sunt obligate să gestioneze un sistem „tehnic" pentru compararea ordinelor.

Regulamentul Comisiei Europene nr. 1287/2006 (publicat în JOCE nr. L241/02.09.2006), de punere în aplicare a Directivei 2004/39/CE a Parlamentului European şi a Consiliului privind obligaţiile firmelor de investiţii de păstrare a evidenţei şi înregistrărilor, raportarea tranzacţiilor, transparenţa pieţei, admiterea de instrumente financiare în tranzacţii şi definiţia termenilor în sensul directivei în cauză, stabileşte **condiţiile referitoare la tranzacţionarea instrumentelor financiare** în sistemele de tranzacţionare (pieţe reglementate sau MTF) ale Uniunii Europene.

O firmă de investiţii sau un operator de piaţă care administrează o piaţă reglementată sau un sistem multifuncţional (alternativ) de tranzacţionare trebuie să publice o serie de **informaţii privind activitatea de tranzacţionare**. Astfel, trebuie publicat, pe parcursul programului obişnuit de tranzacţionare numărul total de ordine şi acţiuni pe care le reprezintă ordinele respective la fiecare nivel de preţ, pentru cele mai bune cinci oferte şi cele mai bune cinci cereri.

În cazul unui **sistem de tranzacţionare pe bază de cotaţii**, entitatea care administrează sistemul de tranzacţionare publică în mod continuu, pentru fiecare acţiune, pe parcursul orarului obişnuit de tranzacţionare, **cele mai bune cinci oferte şi cele mai bune cinci cereri ale fiecărui formator de piaţă** pentru acţiunea respectivă, împreună cu valorile aferente preţurilor respective. Cotaţiile publicate sunt acelea care reprezintă angajamente ferme de cumpărare şi vânzare de acţiuni şi care indică preţul şi volumul de acţiuni la care formatorii de piaţă înregistraţi sunt dispuşi să cumpere sau să vândă. În condiţii excepţionale de piaţă, preţurile indicative sau unilaterale sunt permise numai pentru o perioadă limitată. În cazul în care o firmă de investiţii sau un operator de piaţă administrează un sistem de tranzacţionare cu licitaţie periodică, atunci respectiva entitate **publică în mod continuu**, pentru fiecare acţiune, pe parcursul orarului obişnuit de tranzacţionare, **preţul care ar corespunde cel mai bine algoritmului de tranzacţionare al sistemului** şi valoarea care ar putea fi realizată la preţul respectiv de participanţii la sistemul respectiv.

Operatorul de sistem are o serie de **obligaţii** privind funcţionarea sistemului alternativ de tranzacţionare, dezvoltate în cuprinsul art. 67-69 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 2/2006:

a) Operatorul de sistem trebuie să asigure suficiente informaţii publicului, sau să se asigure că există acces la informaţii menite să permită participanţilor în cadrul sistemului alternativ de tranzacţionare să-şi formeze decizia investiţională, având în vedere atât natura participanţilor, cât şi tipurile de instrumente financiare tranzacţionate;

b) Operatorul de sistem trebuie să stabilească şi să menţină reguli transparente bazate pe criterii obiective ce reglementează accesul participanţilor în cadrul sistemului alternativ de tranzacţionare;

c) Operatorul de sistem trebuie să se asigure că procedurile de acces în sistem sunt respectate în mod corespunzător, astfel încât participanţii să fie protejaţi împotriva accesului neautorizat care poate pune în pericol confidenţialitatea şi integritatea datelor din sistem;

d) Operatorul de sistem trebuie să informeze în mod clar participanţii în cadrul sistemului alternativ de tranzacţionare cu privire la responsabilităţile lor privind decontarea tranzacţiilor executate în cadrul sistemului. În acest sens, operatorul de sistem trebuie să stabilească proceduri necesare pentru a facilita decontarea eficientă a tranzacţiilor derulate în cadrul sistemului alternativ de tranzacţionare, cu condiţia respectării normelor sistemului de compensare - decontare utilizat;

e) Operatorul de sistem trebuie să efectueze teste periodice pentru a verifica posibilitatea sistemului de a procesa ordinele în timp real şi în mod echitabil şi de a administra variaţiile substanţiale ale volumului tranzacţionat;

f) Operatorul de sistem trebuie să asigure recuperarea datelor pierdute în cazul unor disfuncţionalităţi ale sistemului;

g) Operatorul de sistem trebuie să analizeze vulnerabilitatea sistemelor sale faţă de riscurile interne şi externe, cazuri de forţă majoră şi dezastre naturale;

h) Operatorul de sistem trebuie să notifice prompt C.N.V.M. cu privire la toate modificările produse în sistemele sale;

i) Operatorul de sistem trebuie să se asigure că procedurile electronice ale sistemului alternativ de tranzacţionare înregistrează tranzacţiile în aşa fel încât să se poată efectua o căutare pe fiecare instrument financiar tranzacţionat, fiecare tranzacţie şi fiecare participant în cadrul sistemului.

Operatorul poate permite **accesul în cadrul sistemului alternativ de tranzacţionare** participanţilor care:

a) îndeplinesc cerinţele impuse de regulile pieţei respective şi de reglementările C.N.V.M;

b) fac dovada dotării tehnice adecvate şi a calificării şi atestării corespunzătoare a agenţilor pentru servicii de investiţii financiare;

c) au o structură organizatorică cerută prin regulile pieţei;

d) dispun de resurse suficiente pentru activitatea pe care vor să o desfăşoare pe piaţa reglementată, luând în considerare diferitele cerinţe financiare pe care le poate stabili piaţa reglementată pentru a garanta decontarea adecvată a tranzacţiilor.

Operatorul de sistem trebuie să pună la dispoziţia publicului, prin intermediul sistemului alternativ de tranzacţionare administrat, în mod continuu, pe tot parcursul programului normal de tranzacţionare şi în termeni comerciali rezonabili, preţurile curente şi cantităţile curente de vânzare şi cumpărare pentru instrumentele financiare admise la tranzacţionare pe pieţele reglementate. C.N.V.M. poate exonera operatorul de sistem de obligaţia de a face publice informaţiile sus-menţionate ţinând cont de modelul pieţei, de tipul şi dimensiunile ordinelor, precum şi în cazul tranzacţionării unui volum mare, comparativ cu volumul normal din piaţă aferent instrumentelor financiare respective.

Conform art. 73 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 2/2006, operatorii de sistem au **obligaţia de a face publice, în timp real şi în termeni comerciali rezonabili, informaţiile privind preţul, volumul şi momentul executării tranzacţiilor** desfăşurate în cadrul sistemului alternativ de tranzacţionare pe care îl administrează, atât cu instrumente financiare admise la tranzacţionare pe pieţele reglementate, cât şi cu instrumente financiare care sunt tranzacţionate numai în cadrul unui sistem alternativ de tranzacţionare. Această obligaţie a operatorilor de sistem nu se aplică în cazul informaţiilor despre tranzacţiile efectuate în cadrul unui sistem alternativ de tranzacţionare cu instrumente financiare admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată, care sunt făcute publice prin intermediul sistemului respectivei pieţe reglementate.

C.N.V.M. poate aproba **procedurile operatorului de sistem** prin care se stabileşte **amânarea publicării elementelor unor tranzacţii**, luând în considerare modelul pieţei, tipul şi dimensiunea ordinelor, precum şi în cazul tranzacţionării unui volum ridicat comparativ cu volumul normal din piaţă aferent instrumentelor financiare respective. Procedurile privind aprobarea amânării publicării tranzacţiilor vor fi comunicate participanţilor la piaţă şi publicului investitor.

Potrivit art. 75 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 2/2006, operatorul de sistem poate încheia **contracte cu o contraparte centrală sau o casă de compensare şi cu o societate care administrează un sistem de compensare-decontare** dintr-un alt stat membru, în scopul asigurării compensării şi decontării tranzacţiilor încheiate de participanţi în cadrul sistemului alternativ de tranzacţionare. C.N.V.M. poate interzice motivat utilizarea contrapărţii centrale, a casei de compensare şi/sau a sistemelor de compensare-decontare dintr-un alt stat membru în scopul menţinerii funcţionării ordonate a sistemului alternativ de tranzacţionare. Participanţii la sistemul alternativ de tranzacţionare vor fi informaţi de către operatorul de sistem cu privire la obligaţiile lor de compensare-decontare a tranzacţiilor în cadrul sistemului, în conformitate cu dispoziţiile art. 140 alin. (2) din lege.

2.5. Tranzacţiile încheiate în afara pieţelor reglementate sau a sistemelor multifuncţionale de tranzacţionare pe pieţe de tip OTC prin intermediul internalizatorului sistematic

2.5.1. Aspecte generale privind pieţele de tip OTC

Pieţele de tip OTC sunt destinate, de obicei, societăţilor care nu îndeplinesc criteriile pentru a fi admise la tranzacţionare pe pieţe mai mari, care întrunesc, spre exemplu, în sistemul legislativ al Uniunii Europene, criteriile pentru a fi autorizate ca pieţe reglementate. În Statele Unite, pieţele OTC sunt utilizate de companii mici, tranzacţiile fiind executate prin negociere bilaterală, telefonic sau în sistemul informatic şi nu în cadrul unui ring bursier, ca la New York Stock Exchange[1].

---

[1] *J. Madura*, Introduction to business, Cengage Learning, 2006, p. 713.

Cu toate acestea, în Uniunea Europeană nu este interzisă tranzacționarea pe o piață de tip OTC a instrumentelor financiare admise la tranzacționare pe o piață reglementată sau în cadrul unui sistem multifuncțional de tranzacționare.

2.5.2. Descrierea pieței operate de internalizatorul sistematic potrivit normelor comunitare

Un obiectiv important al Directivei 2004/39/CE (MiFID) a fost eliminarea regulii de concentrare și încurajarea concurenței între diferite locuri de tranzacționare. Astfel, această directivă introduce posibilitatea intermediarilor de a executa ordinele clienților lor în mai multe locuri de tranzacționare, inclusiv în afara unei piețe reglementate sau a unui sistem alternativ de tranzacționare.

Tranzacțiile cu acțiuni pot avea loc și pe așa-numitele piețe de tip *over the counter* (OTC, „*marché de gré à gré*”), create de firmele de investiții (societăți de servicii de investiții financiare, în terminologia Legii nr. 297/2004) pentru a oferi clienților lor opțiuni variate de executare a tranzacțiilor.

Piețele de tip OTC pot oferi cadrul de tranzacționare atât pentru instrumente financiare admise la tranzacționare pe o piață reglementată sau într-un sistem alternativ de tranzacționare, cât și pentru alte instrumente financiare (inclusiv acțiuni nelistate într-un sistem multilateral de tranzacționare).

În esență, în afara piețelor reglementate sau a sistemelor multifuncționale de tranzacționare pot fi încheiate următoarele tipuri de tranzacții:

a) tranzacții efectuate în afara unei piețe reglementate sau a unui sistem alternativ de tranzacționare cu instrumente financiare admise la tranzacționare pe o piață reglementată sau în cadrul unui sistem alternativ de tranzacționare;

b) tranzacții efectuate în afara unei piețe reglementate sau a unui sistem alternativ de tranzacționare cu instrumente financiare care nu sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată sau în cadrul unui sistem alternativ de tranzacționare;

c) tranzacții efectuate în afara pieței reglementate, cu instrumente financiare al căror randament depinde de randamentul unor instrumente financiare admise la tranzacționare.

Așadar, tranzacțiile cu instrumente financiare admise la tranzacționare pe o piață reglementată sau într-un sistem multifuncțional (alternativ) de tranzacționare pot fi efectuate, în anumite condiții, și prin intermediul **internalizatorilor sistematici.**

Potrivit art. 4 pct. 7 din Directiva 2004/39/CE (MiFID), „internalizator sistematic” înseamnă o întreprindere de investiții care, în mod organizat, frecvent și sistematic, tranzacționează în cont propriu executând ordinele clienților în afara unei piețe reglementate sau a unui MTF.

În considerentele MiFID se stipulează la pct. 49 că tranzacțiile încheiate de membri sau de către participanți ai pieței reglementate sau ai unui sistem multifuncțional de tranzacționare (MTF) nu trebuie considerate toate ca efectuate în cadrul sistemelor unei piețe reglementate sau ale unui MTF. Tranzacțiile pe care membrii sau participanții le încheie în mod *bilateral* și care nu îndeplinesc toate obligațiile stabilite pentru o piață reglementată sau un MTF în temeiul prezentei directive este necesar să fie considerate drept **tranzacții încheiate în afara unei piețe reglementate sau a unui MTF.**

Legislaţia comunitară nuanţează tratamentul juridic aplicabil tranzacţiilor obişnuite încheiate în afara pieţelor reglementate sau a sistemelor alternative faţă de cel incident în cazul tranzacţiilor speciale încheiate pe pieţe de tip OTC. Conform considerentului 53 din Directiva MiFID, normele privind transparenţa operaţiunilor cu instrumente financiare nu se aplică în cazul tranzacţiilor extrabursiere (OTC), care, prin natura lor, sunt ocazionale şi nu au caracter regulat, se efectuează cu contrapartide en gros şi fac parte dintr-o relaţie comercială care se caracterizează ea însăşi prin tranzacţii ce depăşesc mărimea normală a pieţei şi se efectuează în afara sistemelor utilizate în mod obişnuit de întreprinderea respectivă pentru a-şi desfăşura activitatea de internalizator sistematic.

Potrivit art. 27 alin. (1) din MiFID, statele membre ale Uniunii Europene sunt ţinute să introducă norme prin care să oblige internalizatorii sistematici în acţiuni să publice un preţ ferm în ceea ce priveşte acţiunile admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată pentru care sunt internalizatori sistematici şi pentru care există o piaţă lichidă. În ceea ce priveşte acţiunile pentru care nu există piaţă lichidă, internalizatorii sistematici trebuie să comunice preţurile clienţilor lor la cerere. Internalizatorii sistematici care efectuează tranzacţii mai ample decât mărimea normală a pieţei nu intră sub incidenţa acestor obligaţii.

Internalizatorii sistematici pot decide mărimea sau mărimile tranzacţiilor pentru care stabilesc un preţ. Pentru o anumită acţiune, fiecare cotaţie presupune unul sau mai multe preţuri ferme de cumpărare şi de vânzare, pentru mărimea sau mărimile care ar putea atinge mărimea normală a pieţei pentru categoria de acţiuni căreia îi aparţine acţiunea. Preţul sau preţurile reflectă, de asemenea, condiţiile de piaţă predominante pentru această acţiune.

Acţiunile sunt grupate pe categorii, pe baza mediei aritmetice a valorii ordinelor executate pe piaţă pentru această acţiune. Mărimea normală a pieţei pentru fiecare categorie de acţiuni este o mărime reprezentativă a mediei aritmetice a valorii ordinelor executate pe piaţă pentru acţiunile aparţinând fiecărei categorii de acţiuni.

Pentru fiecare acţiune, piaţa se compune din toate ordinele executate în Uniunea Europeană pentru această acţiune, cu excepţia celor care se referă la o mărime ridicată în raport cu mărimea normală a pieţei pentru această acţiune. Internalizatorii sistematici îşi fac publice preţurile în mod regulat şi continuu în timpul orelor normale de tranzacţionare. Aceştia au dreptul să îşi actualizeze preţurile în orice moment. De asemenea, aceştia sunt autorizaţi, în condiţii de piaţă excepţionale, să le retragă. Preţul este făcut public astfel încât să fie uşor accesibil altor participanţi de pe piaţă în condiţii comerciale rezonabile.

În aceste condiţii, putem vorbi de existenţa unui tip de piaţă aparte, operată de internalizatorii sistematici, care poate să dea anumite indicii cu privire la lichiditatea şi preţul anumitor instrumente financiare, însă tranzacţiile executate prin intermediul acestor internalizatori nu pot să fie tratate în mod asemănător cu cele efectuate pe o piaţă reglementată sau chiar într-un sistem multilateral de tranzacţionare.

În România instituţia internalizatorului sistematic nu funcţionează, nicio societate de investiţii financiare nefiind autorizată în acest sens de către C.N.V.M. De altfel, Comisia Naţională a Valorilor Mobiliare trebuie să adopte în continuare reglementări ale legislaţiei secundare în vederea implementării MiFID.

2.5.3. Regimul juridic aplicabil în România pieţelor de tip OTC

În România, având în vedere dispoziţiile art. 98 alin. (2) din Legea nr. 31/1990, potrivit cărora doar dreptul de proprietate asupra acţiunilor emise în formă dematerializată şi tranzacţionate pe o piaţă reglementată sau în cadrul unui sistem alternativ de tranzacţionare se transmite potrivit prevederilor legislaţiei pieţei de capital, rezultă că **tranzacţiile efectuate în cadrul sistemului unui internalizator sistematic ar urma să se efectueze conform regimului juridic de drept comun în** materia vânzării acţiunilor conturat de art. 98 alin. (1) din Legea nr. 31/1990. Acest regim ar presupune o declaraţie făcută în registrul acţionarilor, semnată de cedent şi de cesionar sau de mandatarii lor, ceea ce ar apărea în totală contradicţie cu principiul celerităţii care caracterizează tranzacţiile pe pieţele financiare şi ar prezenta inconveniente majore din punct de vedere practic. Ar fi absolut ilar să se solicite reprezentanţilor unui fond de investiţii multinaţional să semneze în registrul acţionarilor de fiecare dată când ar efectua o tranzacţie pe o piaţă de tip OTC.

Tranzacţiile efectuate pe o piaţă OTC nu ar putea fi supuse regimului juridic conturat de art. 98 alin. (2) din Legea nr. 31/1990, întrucât această normă are caracterul unei dispoziţii speciale, derogatorie de la dreptul comun, fiind astfel de strictă interpretare (*exceptiones sunt strictissimae interpretationis*), aplicarea oricărei norme cu caracter de excepţie având un regim restrictiv[1].

Pe de altă parte, aplicarea regimului juridic de drept comun, cu corolarul aplicării unei astfel de condiţii, apare incompatibilă cu înseşi dispoziţiile art. 98 alin. (2) din Legea nr. 31/1990 în situaţia în care pe piaţa de tip OTC s-ar tranzacţiona acţiuni care sunt admise la tranzacţionare şi pe o piaţă reglementată. Ar însemna că acelaşi tip de acţiuni, ale aceluiaşi emitent se pot transfera şi prin declaraţie în registrul acţionarilor [dreptul comun, conform art. 98 alin. (1)], şi prin sistemul depozitarului central, conform art. 145 din Legea nr. 297/2004.

Dincolo de argumentele legale, legate strict de interpretarea normelor juridice incidente în materia transferului dreptului de proprietate asupra acţiunilor, există considerente importante care pledează **împotriva oportunităţii efectuării tranzacţiilor cu instrumente financiare admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată pe pieţe de tip OTC**:

a. În lipsa unor norme eficiente de raportare a tranzacţiilor se naşte riscul de manipulare a pieţei de capital prin ordine sau tranzacţii efective care transmit semnale false sau înşelătoare investitorilor. Tranzacţiile efectuate pe Piaţa OTC la preţuri substanţial diferite de cele înregistrate pe piaţa reglementată, în legătură cu care investitorii sunt informaţi cu întârziere, pot transmite un semnal înşelător către investitori. Din această perspectivă este necesară adoptarea, cel puţin la nivelul legislaţiei secundare emise de către C.N.V.M. a unor dispoziţii clare de natură a stabili regimul juridic al obligaţiilor de raportare a tranzacţiilor efectuate pe piaţa OTC.

b. Un astfel de risc este potenţat de existenţa limitei de variaţie maximă admisă a preţului instrumentelor financiare pe piaţa reglementată. Existenţa acestui tunel de tranzacţionare face imposibilă executarea unor tranzacţii la preţuri prenegociate de investitori pe pieţele reglementate. În condiţiile în care pe piaţa reglementată se menține tunelul de tranzacționare, iar pe piața OTC această limită maximă nu există, este încălcat în mod evident principiul egalității de tratament al investitorilor.

---

[1] *N. Popa*, Teoria generală a dreptului, ed. a 3-a, Ed. C.H. Beck, 2008, Bucureşti, p. 131.

c. Un alt risc major este acela al utilizării abuzive a informațiilor privilegiate. Chiar dacă normele privind abuzul de piață se aplică în cazul unor instrumente financiare admise la tranzacționare pe o piață reglementată și tranzacțiilor cu aceste instrumente efectuate pe piețe OTC, este necesară evitarea riscului utilizării abuzive a informațiilor privilegiate, indiferent sub ce formă s-ar manifesta, inclusiv sub modalitatea de *front running*, prin elaborarea unor norme care să evidențieze obligațiile de raportare în cel mai scurt timp a tranzacțiilor efectuate pe piețele OTC, astfel încât toți investitorii să se bucure de un acces egal și prompt la informație.

d. Există riscul afectării semnificative a principiului transparenței prin neinformarea investitorilor prin canale de comunicare acceptate cu privire la anumite tranzacții importante efectuate pe Piața OTC. Obligațiile de raportare a tranzacțiilor efectuate pe piețele de tip OTC trebuie extinse și în privința informării investitorilor cu privire la tranzacțiile efectuate în contul acționarilor semnificativi sau al altor persoane inițiate, precum și cu privire la depășirea anumitor praguri de deținere de către acționarii unui emitent, prin aplicarea fără rezerve a actualului art. 116 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006 tuturor operațiunilor efectuate *over the counter*.

e. Există, de asemenea, riscul efectuării tuturor tranzacțiilor cu instrumente financiare admise la tranzacționare pe o piață reglementată pe piața OTC. Este absolut necesară stabilirea unor praguri de relevanță cu privire la volumele și valorile minime care pot fi implicate în tranzacțiile efectuate pe piața OTC cu instrumente financiare care sunt admise la tranzacționare și pe o piață reglementată. Scopul final al dezvoltării unei concurențe între locurile de tranzacționare îl reprezintă creșterea generală a lichidității, prin stimularea investitorilor instituționali și de retail să investească în instrumentele financiare aparținând emitenților români. De aceea, piața OTC trebuie să-și îndeplinească menirea de a crește încrederea investitorilor în aceste titluri.

f. Pentru evitarea acestor riscuri, este necesar să fie definită noțiunea de piață lichidă în contextul lichidității manifestate pe piața de capital din România.

Din aceste considerente, concluzionăm că, *de lege lata*, până când nu va interveni o modificare la nivelul legislației primare care să stabilească în mod neechivoc că transmiterea dreptului de proprietate asupra unor titluri tranzacționate pe o piață de tip OTC, dar care sunt admise la tranzacționare și pe o piață reglementată, se poate realiza conform legislației pieței de capital, respectiv prin înscriere în contul cumpărătorului în sistemul unui depozitar central, **nu pot fi realizate tranzacții pe astfel de piețe cu instrumente financiare care sunt tranzacționate și în cadrul unui sistem multilateral de tranzacționare.** Vor putea desigur fi efectuate tranzacții cu acțiuni care nu sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată sau în cadrul unui sistem alternativ de tranzacționare, fiind însă necesară respectarea cerințelor art. 98 alin. (1) din Legea nr. 31/1990.

Fără îndoială că, *de lege ferenda*, se impune o modificarea legislativă care să reglementeze și acest tip de tranzacții, prin abandonarea sistemului vetust și greoi, conturat de art. 98 alin. (1) din Legea nr. 31/1990 și prin adoptarea unui regim juridic aplicabil piețelor financiare, acela al realizării transferului dreptului de proprietate prin intermediul unui terţ autorizat, depozitar central sau societate de registru, care ţine evidenţa acţionarilor în sistem electronic.

Secţiunea a 3-a. Reguli privind locul încheierii tranzacţiilor cu acţiuni listate pe o piaţă de capital

3.1. Încheierea tranzacţiilor exclusiv în sistemul de tranzacţionare în cadrul căruia a fost admisă acţiunea respectivă la tranzacţionare

Dreptul de proprietate asupra acţiunilor tranzacţionate pe o piaţă reglementată, într-un sistem alternativ de tranzacţionare sau pe o piaţă de tip OTC se transmite doar în cadrul pieţei pe care sunt cotate acţiunile şi doar conform programului de tranzacţionare.

Condiţii restrictive impun *ad validitatem* încheierea contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni într-un anumit loc (sistemul de tranzacţionare al pieţei pe care sunt cotate acţiunile), într-un anumit timp (pe perioada de desfăşurare a şedinţelor de tranzacţionare) şi într-un anumit interval de preţ (preţul nu poate varia procentual peste o limită impusă de reglementările pieţei). Astfel, tranzacţiile cu acţiuni listate se realizează doar prin sistemul de tranzacţionare al operatorului de piaţă sau de sistem. Astfel, în conformitate cu dispoziţiile art. 121 alin. (2) din Capitolul V al Titlului III al Codului B.V.B., „B.V.B. nu recunoaşte şi nu operează tranzacţiile cu instrumente financiare care nu au fost efectuate în cadrul organizat al B.V.B.". De asemenea, se prevede în art. 122 din acelaşi text normativ că tranzacţiile bursiere se consideră încheiate sub condiţia confirmării lor de către B.V.B. prin raportul de tranzacţionare emis după încheierea şedinţei de tranzacţionare sau prin acceptarea notificării în cazul tranzacţiilor speciale.

Transferul dreptului de proprietate de la vânzător la cumpărător în sistemul operat de depozitarul central se realizează după confirmarea decontării finale a fondurilor băneşti de către Depozitarul Central SA, potrivit art. 19 din Titlul II al Codului Depozitarului Central[1].

Acest principiu nu îşi găseşte o consacrare legală expresă, fiind vorba în mod evident de o lacună legislativă importantă. Totuşi, în art. 98 alin. (2) din Legea nr. 31/1990 se face trimitere la dispoziţiile legii pieţei de capital care reglementează transferul dreptului de proprietate „asupra acţiunilor emise în forma dematerializată şi tranzacţionate pe o piaţă reglementată".

Dintr-o dispoziţie singulară a Legii pieţei de capital nr. 297/2004, conţinută de art. 145, reiese în mod implicit imposibilitatea tranzacţionării acţiunilor listate în altă formă şi modalitate decât pe o piaţă reglementată: „Transferul dreptului de proprietate privind instrumentele financiare, altele decât cele derivate, are loc, la data decontării, în cadrul sistemului de compensare-decontare, pe baza principiului livrare contra plată."

De asemenea, analizând conţinutul noţiunii de „valori mobiliare" din definiţia oferită de art. 2 alin. (1) pct. 33 lit. a) – „valorile mobiliare sunt acţiuni emise de societăţi comerciale ... negociate pe piaţa de capital" – nu putem decât să tragem concluzia că orice act de înstrăinare a unor acţiuni cotate pe o piaţă reglementată trebuie realizat în cadrul pieţei respective şi în condiţiile prevăzute de legea pieţei de capital şi de reglementările legislaţiei secundare.

---

[1] Aprobat prin Decizia C.N.V.M. nr. 1407/2006 şi modificat prin deciziile nr. 3362/2006, nr. 3564/2006 şi nr. 337/2007.

În aceste condiţii, nu putem decât să afirmăm că, deşi legislaţia în vigoare nu prevede expres o interdicţie imperativă a încheierii contractelor de vânzare-cumpărare de acţiuni cotate pe o piaţă reglementată, în afara pieţei respective, asemenea acte sunt lovite de **nulitate absolută**, indiferent de forma în care sunt încheiate şi fără a ţine cont de înregistrarea cesiunii respective la Registrul Comerţului.

Prin încheierea unor contracte de vânzare-cumpărare de acţiuni în afara pieţei reglementate sau a sistemului alternativ pe care sunt tranzacţionate titlurile respective sunt fraudate dispoziţiile art. 98 alin. (2) din Legea nr. 31/1990, care fac trimitere neechivocă la prevederile legii pieţei de capital în cazul transferului dreptului de proprietate asupra acţiunilor emise în forma dematerializată şi tranzacţionate pe o piaţă reglementată sau în cadrul unui sistem alternativ de tranzacţionare, precum şi ale art. 145. Astfel cum am arătat mai sus, transmiterea dreptului de proprietate asupra acţiunilor tranzacţionate pe piaţa de capital din România nu poate avea loc decât în cadrul sistemului de compensare-decontare ce operează pe piaţa pe care sunt tranzacţionate titlurile respective, pe baza principiului livrare contra plată (*delivery versus payment*). În aceste condiţii, proprietarul unor acţiuni listate nu poate să înstrăineze titlurile respective decât în baza unui ordin de bursă dat unui intermediar autorizat (S.S.I.F. sau instituţie de credit) care este introdus în sistemul de tranzacţionare al operatorului de piaţă sau de sistem pe care sunt tranzacţionate acţiunile emitentului respectiv. Orice alt act juridic (contract autentic sau sub semnătură privată de vânzare-cumpărare a acţiunilor) care tinde la transferul proprietăţii asupra acţiunilor este lovit de nulitate absolută.

3.2. Tranzacţii exceptate

De la această regulă imperativă a tranzacţionării numai pe piaţa de capital, există excepţii prevăzute în mod expres de dispoziţiile legislaţiei secundare. Astfel, Codul B.V.B. prevede, în art. 132 din Secţiunea a 3-a a Capitolului V din Titlul II al Cărţii I, că **tranzacţiile exceptate** sunt transferurile directe ale dreptului de proprietate asupra instrumentelor financiare, calificate astfel prin reglementările C.N.V.M.

Potrivit art. 81 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005 privind autorizarea şi funcţionarea depozitarului central, caselor de compensare şi contrapărţilor centrale[1], depozitarul central poate efectua transferuri directe de proprietate asupra valorilor mobiliare, ca efect al:

a) succesiunii;

b) ieşirii din indiviziune;

c) cesionării de către emitent a acţiunilor proprii către personal;

d) dobândirii de către societatea emitentă a acţiunilor proprii ca urmare a retragerii din societate a acţionarilor care nu sunt de acord cu hotărârile adunării generale;

e) fuziunii, divizării, lichidării;

e^1) constituirii/majorării capitalului social al societăţilor comerciale, altele decât cele ale căror valori mobiliare sunt tranzacţionate pe piaţa de capital şi decât societăţile de servicii de investiţii financiare şi societăţile de administrare a investiţiilor, prin aport în natură reprezentând acţiuni emise de societăţi admise la tranzacţionare, a căror evaluare se face conform prevederilor Legii nr. 31/1990 privind societăţile comerciale, republicată;

---

[1] M.Of. nr. 983 din 4 noiembrie 2005.

f) punerii în executare a unei hotărâri judecătoreşti definitive şi irevocabile, învestite cu formulă executorie;

g) privatizării emitentului;

g^{1}) achiziţionării de acţiuni de la Ministerul Finanţelor Publice sau de la alte entităţi abilitate legal, în cadrul procedurii executării creanţelor bugetare;

g^{2}) transferului către S.C. Fondul Proprietatea S.A. al acţiunilor emise de societăţile menţionate în anexa Titlului VII al Legii nr. 247/2005 privind reforma în domeniile proprietăţii şi justiţiei, precum şi unele măsuri adiacente, cu modificările şi completările ulterioare, admise la tranzacţionare pe piaţa de capital;

g^{3}) transferului acţiunilor emise de S.C. Fondul Proprietatea S.A., din contul Ministerului Finanţelor Publice în contul persoanelor îndreptăţite conform prevederilor legale;

g^{4}) transferurilor de acţiuni realizate între o societate-mamă şi filialele sale sau între filialele aceleiaşi societăţi-mamă, cu avizul C.N.V.M;

g^{5}) cumpărării/vânzării de către ofertant a acţiunilor în condiţiile art. 206 şi art. 207 din Legea nr. 297/2004 (introduse prin Regulamentul nr. 2/2007);

h) transferului dreptului de proprietate asupra acţiunilor de pe numele unuia dintre soţi pe numele amândurora, ca deţinători în comun de acţiuni;

i) actelor cu titlu oneros sau gratuit încheiate între rude sau afini până la gradul patru inclusiv şi/sau între persoane juridice controlate de astfel de persoane, dacă niciuna dintre persoanele juridice implicate nu se află sub supravegherea şi autorizarea C.N.V.M. şi cu îndeplinirea cumulativă a următoarelor condiţii:

– niciuna dintre părţile implicate într-o asemenea tranzacţie nu este sau nu devine, ca urmare a tranzacţiei, acţionar semnificativ (deţinător a peste 10% din drepturile de vot ale emitentului);

– volumul tranzacţiilor de acest tip efectuate într-o perioada de 12 luni nu trebuie să depăşească 1% din totalul valorilor mobiliare de acelaşi tip şi clasă aflate în circulaţie;

– actul care atesta tranzacţia respectivă (*instrumentum*) să fie autentificat de un notar public.

j) altor transmisiuni de drepturi, potrivit legilor speciale sau reglementărilor în vigoare, cu aprobarea expresă a C.N.V.M.

Aceste tranzacţii vor fi efectuate direct în sistemul depozitarului central, astfel încât locul efectuării lor trebuie considerat a fi locul unde se situează acest sistem electronic al entităţii care efectuează operaţiunile de compensare-decontare şi registru.

Titlul VI. Efectele contractului

Precizare prealabilă

În literatura juridică română a fost puțin studiată chestiunea efectelor produse de contractele de vânzare-cumpărare de acțiuni listate. În condițiile în care efectele contractului de vânzare-cumpărare de acțiuni nelistate, neadmise la tranzacționare pe o piață de capital, nu prezintă particularități deosebite care să constituie excepții remarcabile față de efectele produse de orice contract de vânzare-cumpărare comercial, o analiză a efectelor produse de tranzacția bursieră dezvăluie o serie de aspecte care exced regimului juridic de drept comun.

Capitolul I. Aspecte cu caracter general privind efectele juridice produse de tranzacția bursieră

Efectele juridice principale produse de contractul de vânzare-cumpărare de acțiuni listate sunt asemănătoare cu cele produse de orice contract de vânzare-cumpărare. Efectele principale ale tranzacției bursiere constau în obligația vânzătorului de a **transfera dreptul de proprietate** asupra instrumentelor financiare la scadență către cumpărător, respectiv în obligația cumpărătorului **de a plăti până la scadență prețul**. Pe lângă acestea, subzistă și în cazul tranzacției bursiere și obligația vânzătorului de a garanta pentru evicțiune[1].

O serie de alte obligații specifice, cu caracter de excepție față de dreptul comun, se nasc odată cu încheierea tranzacției bursiere. Acestea sunt:

a) pentru vânzător

- obligația de plată a comisionului către intermediarul autorizat care realizat tranzacția, al cărui client este vânzătorul,

- obligația de a informa emitentul, operatorul de piață și C.N.V.M. în cazul în care, în urma vânzării, nivelul deținerilor scade sub un anumit nivel stabilit de normele legale;

- în cazul în care vânzătorul este o persoană inițiată, obligația de a notifica C.N.V.M. și emitentului, conform art. 150 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006[2], tranzacția respectivă;

b) pentru cumpărător

- obligația de plată a comisionului către intermediarul autorizat care realizat tranzacția, al cărui client este vânzătorul;

---

[1] O clasificare a efectelor contractului de vânzare-cumpărare comercială în *Gh. Piperea*, Drept comercial, vol. II, Ed. C.H. Beck, București, 2009, p. 79.

[2] M.Of. nr. 312 din 6 aprilie 2006.

- obligaţia de plată a taxei către Comisia Naţională a Valorilor Mobiliare[1];
- obligaţia de a informa emitentul, operatorul de piaţă şi C.N.V.M. în cazul în care, în urma cumpărării titlurilor respective, nivelul deţinerilor creşte peste un anumit nivel stabilit de normele legale;
- în cazul în care vânzătorul este o persoană iniţiată, obligaţia de a notifica C.N.V.M. şi emitentului, conform art. 150 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, tranzacţia respectivă;

În anumite condiţii s-ar poate vorbi şi de obligaţia vânzătorului de a garanta pentru viciile acţiunilor, precum şi pentru evicţiune.

O discuţie aparte o comportă existenţa sau inexistenţa unei obligaţiile de predare a vânzătorului în cazul tranzacţiilor încheiate pe piaţa de capital, atunci când obiectul tranzacţiei îl reprezintă acţiuni nominative dematerializate. Această analiza va porni de la realitatea că acţiunile admise la tranzacţionare pe o piaţă bursieră sunt în mod obligatoriu dematerializate, dreptul de proprietate asupra acestora fiind evidenţiat prin înscriere în cont. Dovada dreptului de proprietate se face, conform prevederilor art. 97 din Legea nr. 31/1990, printr-un certificat de acţionar, eliberat de societate, din oficiu sau la cerere, care să cuprindă toate datele care sunt menţionate pentru acţiunea emisă în formă materială, iar în plus, numărul, categoria şi valoarea nominală a acţiunilor, proprietate a acţionarului, poziţia la care acesta este înscris în registrul acţionarilor şi, după caz, numărul de ordine al acţiunilor.

Având în vedere că tranzacţia bursieră se realizează în mod obligatoriu prin intermediari autorizaţi, potrivit art. 5 alin. (1) pct. 1 lit. a) şi b) raportat la art. 3 alin. (1) din Legea nr. 297/2004, iar transmiterea dreptului de proprietate asupra instrumentelor financiare şi plata preţului tranzacţiei se realizează conform art. 145 din Legea nr. 297/2004 prin depozitarul central, o parte însemnată efectele juridice ale acesteia se răsfrâng şi asupra acestor persoane juridice.

Capitolul II. Interpretarea contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni listate

Tranzacţia bursieră reprezintă un contract cu clauze obligatorii prevăzute în mod imperativ de normele legale incidente. Aceste clauze sunt conţinute de ordinele bursă emise în contul cumpărătorului, respectiv al vânzătorului de către intermediarii autorizaţi. Formal, tranzacţia în sine nu este reliefată printr-o convenţie între părţi, verbală sau scrisă, care să conţină anumite clauze, diferite de menţiunile legale obligatorii pe care trebuie să le cuprindă ordinele de bursă.

Părţile au posibilitatea însă de a stabili în prealabil şi alte clauze contractuale care exced domeniul de incidenţă al normelor juridice din legislaţia pieţei de capital. Mai mult, părţile se pot înţelege asupra preţului şi volumului acţiunilor ce fac obiectul tranzacţiei bursiere

---

[1] Potrivit Regulamentului C.N.V.M. nr. 7/2006, republicat în M.Of. nr. 872 din 15 decembrie 2009.

Aceste clauze sunt licite în ipoteza tranzacţiilor efectuate pe Piaţa Deal. În cazul tranzacţiilor efectuate pe Piaţa Regular este posibil ca preţul de piaţă să nu permită efectuarea tranzacţiei la valoarea prestabilită de părţi. În această situaţie, nu este interzis părţilor ca direct sau indirect să efectueze tranzacţii pe piaţă astfel încât să determine modificarea preţului până la valoarea asupra căreia s-au înţeles în prealabil, însă de efectele prezenţei în piaţă a cumpărătorului sau a vânzătorului trebuie să beneficieze toţi investitorii. În ipoteza în care se încheie tranzacţii care dau semnale false celorlalţi investitori sau menţin preţul la nivele artificiale sunt întrunite elementele constitutive ale faptei de manipulare a pieţei de capital prevăzută de dispoziţiile art. 244 alin. (5) lit.a) pct. 2.

Din această perspectivă, încheierea unui contract între vânzător şi cumpărător, în prealabil faţă de momentul efectuării tranzacţiei în sistemul de tranzacţionare, având drept obiect transmiterea dreptului de proprietate asupra acţiunilor este supus următoarelor reguli de interpretare:

a) Convenţia respectivă reprezintă un antecontract de vânzare-cumpărare de acţiuni, întrucât, potrivit art. 145 din Legea nr. 297/2004 privind piaţa de capital transferul dreptului de proprietate privind instrumentele financiare, altele decât cele derivate, are loc, la data decontării, în cadrul sistemului de compensare–decontare, pe baza principiului livrare contra plată. Contractul de vânzare-cumpărare de acţiuni listate are o formă solemnă, fiind necesară îndeplinirea unor **formalităţi prevăzute de normele în vigoare *ad validitatem***, cum ar fi: încheierea tranzacţiei bursiere numai **prin mijlocirea unor intermediari autorizaţi,** încheierea tranzacţiei numai **în temeiul unor ordine de bursă** emise de către investitori către intermediarii autorizaţi, încheierea tranzacţiei numai **potrivit regulilor sistemului de tranzacţionare, transferul dreptului de proprietate** asupra instrumentelor financiare obiect al tranzacţiei **nu se poate realiza decât potrivit regulilor şi în sistemul entităţii autorizate** ce îndeplineşte funcţia de depozitar central.

Aceste elemente care atrag solemnitatea contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni reprezintă totodată argumente împotriva tezei potrivit căreia o convenţie încheiată între părţi în afara pieţei pe care sunt admise la tranzacţionare acţiunile respective ar putea constitui un contract de vânzare-cumpărare de acţiuni în care este amânat transferul dreptului de proprietate. Oricum, în ultimă instanţă nu ar exista nicio deosebire între efectele juridice produse de un astfel de contract şi un antecontract de vânzare-cumpărare, deoarece executarea tuturor obligaţiilor prevăzute în convenţie, specifice unui contract de vânzare-cumpărare, este amânată până în momentul încheierea pe piaţa de capital a tranzacţiei ce are ca obiect acţiunile respective. Or, o convenţie în care toate obligaţiile părţilor sunt amânate până la încheierea unui alt contract între părţi nu poate avea altă valoare juridică decât aceea de promisiune bilaterală de a contracta.

b) În cazul în care convenţia încheiată în afara pieţei de capital prevede un anumit preţ al acţiunilor ce fac obiectul său, acea clauză implică o **condiţie suspensivă**, chiar dacă din formularea actului juridic în cauză nu rezultă acest aspect, întrucât tranzacţia nu poate fi încheiată decât dacă preţul de piaţă al acţiunilor ce fac obiectul convenţiei, determinat pe baza legii naturale a cererii şi ofertei în cadrul sistemului de tranzacţionare prin interacţiunea unei multitudini de interese, se situează la nivelul stabilit de părţi. În ipoteza în care, în termenul prevăzut de părţi în cadrul convenţiei pentru încheierea tranzacţiei, preţul de piaţă al acţiunilor respective nu atinge nivelul stabilit de părţi, condiţia suspensivă subînţeleasă nu este îndeplinită. Subliniem faptul că este vorba de o condiţie, o modalitate a unui antecontract de vânzare-cumpărare de acţiuni şi nu a contractului de vânzare-cumpărare. Neîndeplinirea condiţiei suspensive implică inexistenţa actului juridic[1], părţile semnatare ale antecontractului găsindu-se în situaţia în care ar fi fost dacă nu s-ar fi încheiat actul.

O altă interpretare posibilă a unei convenţii încheiate în afara pieţei de capital privind obligaţia de a vinde sau/şi de a cumpăra acţiuni admise la tranzacţionare pe o piaţă de capital în cadrul căreia este precizat un preţ al acţiunii, ar putea conduce la nulitatea absolută a acesteia datorită existenţei unei cauze ilicite. Într-o astfel de viziune cauza consimţământului părţilor actului juridic încheiat în afara pieţei de capital nu ar fi contraprestaţia celeilalte părţi, ci manipularea preţului acţiunii în sistemul de tranzacţionare, faptă prohibită de art. 248 din Legea nr. 297/2004. Achiesând la acest mod de interpretare s-ar constata că devin incidente dispoziţiile art. 1237 NCC („Cauza este ilicită şi atunci când contractul este doar mijlocul pentru a eluda aplicarea unei norme legale imperative.").

Apreciem că extinderea unei astfel de interpretări la toate situaţiile în care este încheiat un antecontract ce are ca obiect obligaţia de a vinde acţiuni listate este excesivă. Un antecontract de vânzare-cumpărare în cadrul căruia este determinat preţul vânzării este afectat de o condiţie suspensivă implicită. Considerăm, aşadar, că şi în acest caz operează prezumţia de valabilitate a cauzei[2], întemeiată pe prevederile art. 1239 alin. (2) NCC. În ipoteza în care această prezumţie *juris tantum* este răsturnată, fiind probată intenţia părţilor sau a unei dintre părţi de a manipula preţul acţiunilor ce fac obiectul contractului, desigur că intervine sancţiunea nulităţii absolute a antecontractului de vânzare-cumpărare de acţiuni listate.

c) Tranzacţiile în sistemele multilaterale de tranzacţionare, care implică punerea în contact a unor interese multiple de vânzare şi de cumpărare, se încheie numai prin intermediarii autorizaţi care introduc în sistemul de tranzacţionare ordine de tranzacţionare, în temeiul ordinelor de bursă emise de investitori (clienţi ai intermediarului). Convenţiile încheiate în afara pieţei de capital, pentru a fi valide, trebuie interpretate în sensul că presupun încheierea tranzacţiei bursiere pe Piaţa Deal şi nu pe Piaţa Regular. În cazul Pieţei Regular, oferta de a contracta este transmisă prin intermediul ordinului de tranzacţionare unui număr nedeterminat de persoane, acceptarea ofertei putând fi realizată de orice investitor, nu numai de cel care a fost parte în antecontractul de vânzare-cumpărare de acţiuni listate. Un antecontract de vânzare-cumpărare de acţiuni listate care prevede în mod expres încheierea tranzacţiei pe Piaţa Regular se întemeiază pe o cauză ilicită şi este lovit de nulitate.

Piaţa Deal este o piaţă de negociere în cadrul căreia tranzacţiile se încheie ca urmare a negocierii preţului şi volumului tranzacţiei de către agenţii de bursă, desigur cu respectarea instrucţiunilor investitorilor, exprimate prin ordinul de bursă. Potrivit art. 183 din Titlul III al Codului B.V.B. - operator de piaţă, Piaţa Deal este destinată încheierii tranzacţiilor cu pachete mari de instrumente financiare care au fost negociate în prealabil de către agenţii de bursă. Pentru a se încheia o tranzacţie pe Piaţa Deal valoarea acesteia trebuie să se situeze deasupra unui prag minim prevăzut de reglementările operatorului de piaţă. La Bursa de Valori Bucureşti, valoarea minimă a unui ordin de tranzacţionare care poate fi introdus pe Piaţa Deal este de 700.000 lei. Totodată, volumul minim al unei tranzacţii încheiate pe Piaţa Deal operată de B.V.B. este reprezentat de un bloc de tranzacţionare, respectiv de 500 de acţiuni.

---

[1] *Gh. Beleiu,* Drept civil român. Introducere în dreptul civil. Subiectele dreptului civil, 1998, op. cit., p. 170.

[2] Ibidem, p. 159.

În aceste condiţii, o convenţie prealabilă încheiată în afara pieţei de capital, pentru a fi aptă să producă consecinţe juridice, este necesar să respecte atât cerinţa privind încheierea tranzacţiei pe Piaţa Deal (apreciem că, în absenţa unei precizări cu privire la locul încheierii tranzacţiei, executarea ordinelor de tranzacţionare pe Piaţa Deal este subînţeleasă), cât şi parametrii de tranzacţionare specifici ai Pieţei Deal. În ipoteza în care obiectul contractului încalcă aceşti parametrii, suntem şi în acest caz în prezenţa unei cauze ilicite. Spre exemplu, dacă obiectul contractului poartă asupra unui număr inferior de acţiuni blocului de tranzacţionare, tranzacţia nu se poate efectua pe Piaţa Deal, iar antecontractul nu poate să producă efecte juridice, întrucât presupune clauze imposibil de respectat. În această situaţie, **obiectul antecontractului va fi imposibil**, fiind incident principiul *ad imposibilium, nulla obligatio*. Considerăm că nu trebuie tratată conduita părţilor ca fiind prezumtiv ilicită în cazul încheierii unui astfel de antecontract.

Tot astfel, dacă preţul stabilit în antecontract se situează sub nivelul minim prevăzut de operatorul de piaţă pentru Piaţa Deal (spre exemplu, 700.000 lei pe Piaţa Deal operată de B.V.B.) ne găsim în prezenţa unei imposibilităţi de realizare a obiectului. Antecontractul va fi lovit de **nulitate absolută parţială** dacă vizează un număr de acţiuni superior blocului de tranzacţionare, dar care nu constituie un multiplu al acestui bloc. Convenţia va fi validă numai în ceea ce priveşte acţiunile care constituie un multiplu al blocului de tranzacţionare, în timp ce pentru acţiunile rămase, care sunt insuficiente pentru a constitui un bloc de tranzacţionare convenţia va fi lovită de nulitate. Spre exemplu, dacă obiectul unui antecontract ce urmează a fi pus în executare la Bursa de Valori Bucureşti, vizează un număr de 2530 de acţiuni, convenţia va fi validă pentru un număr de 2500 de acţiuni (2500 fiind un multiplu al blocului de tranzacţionare de 500 de acţiuni) şi va fi lovită de nulitate pentru restul de 30 de acţiuni. Dreptul de proprietate asupra acestor 30 de acţiuni nu se va putea transmite în mod legal între părţi, datorită limitărilor impuse de parametrii Pieţei Deal.

În cazul în care nu există un segment de piaţă Deal sau un echivalent al acestuia care să permită negocierea în prealabil a preţului şi a lucrului vândut (din prisma volumul titlurilor), apreciem că antecontractul nu va putea fi apt să producă efecte juridice, obiectul său fiind imposibil.

Interpretarea contractului propriu-zis de vânzare-cumpărare de acţiuni, a tranzacţiei bursiere încheiate pe piaţa de capital nu ridică probleme speciale datorită limitelor impuse manifestării de voinţă a părţilor de normele juridice incidente. Părţile tranzacţiei nu au decât posibilitatea de a-şi exprima, prin intermediul ordinului de bursă, consimţământul cu privire la volumul (numărul de acţiuni) tranzacţiei şi preţul acesteia. Ordinul de bursă, care reprezintă, după cum am arătat mai sus, o ofertă de a contracta, poate conţine anumite clauze, însă acestea privesc numai modalitatea de executare a ordinului şi nu tranzacţia propriu-zisă. Astfel, spre exemplu, pot fi emise ordine FOK (*fill or kill*) la cumpărare, ce presupun obligaţia intermediarului de a executa în întregime ordinul, respectiv de a cumpăra toată cantitatea de acţiuni conţinută de acesta, iar în situaţia în care nu este posibilă executarea totală ordinul îşi pierde valabilitatea. Punerea în executare a unui ordin FOK presupune cumpărarea de acţiuni indiferent de preţul acestora, situaţie în care este extrem de posibil să existe o multitudine de vânzători care să constituie contrapartea investitorului care a emis un astfel de ordin. Pot fi emise ordine limită, prin care cumpărătorul stabileşte un preţ maxim la care intenţionează să cumpere acţiunile, iar vânzătorul stabileşte un preţ minim de vânzare, interesul investitorului fiind însă de a încheia tranzacţia la un preţ cât mai favorabil.

Capitolul III. Subiectele de drept care contribuie la producerea efectelor juridice ale contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni admise la tranzacţionare

În cazul contractelor de vânzare-cumpărare de acţiuni admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată sau într-un sistem alternativ de tranzacţionare, nu numai vânzătorul şi cumpărătorul contribuie la producerea efectelor juridice ale acestui contract, ci şi alte subiecte de drept, ale căror atribuţii sunt în mod imperativ stabilite de normele legale incidente.

Implicarea altor subiecte de drept în încheierea tranzacţiei bursiere şi în producerea consecinţelor juridice ale acesteia derivă din caracterul solemn al contractului de vânzare-cumpărare de instrumente financiare listate şi este fundamentată de principiul protecţiei investitorilor.

Subiectele de drept care contribuie în mod obligatoriu fie la încheierea tranzacţiei, fie la producerea efectelor tranzacţiei bursiere sunt: **intermediarul autorizat, operatorul de piaţă sau de sistem şi depozitarul central.**

Secţiunea 1. Intermediarul autorizat

În principiu un intermediar are rolul central de a constitui **puntea de legătură între investitor şi mecanismele pieţei de capital.** Accesul investitorilor la piaţa de capital nu se poate realiza în mod direct, ci numai prin intermediul unor profesionişti reglementaţi, autorizaţi şi supravegheaţi de o autoritate publică. Această soluţie s-a impus datorită unor exigenţe care ţin de evitarea riscurilor perturbărilor în funcţionarea unei pieţe ordonate şi mai ales, de evitarea prejudicierii investitorilor.

Potrivit art. 2 alin. (1) pct. 14 din Legea nr. 297/2004, **intermediarii** sunt societăţi de servicii de investiţii financiare autorizate de C.N.V.M., instituţii de credit autorizate de Banca Naţională a României, în conformitate cu legislaţia bancară aplicabilă, precum şi entități de natura acestora autorizate în state membre sau nemembre să presteze servicii de investiții financiare.

Din definiția conținută în art. 2 alin. (1) pct. 14 din lege se desprind următoarele **trăsături caracteristice** ale intermediarilor de servicii financiare:

- sunt **constituite sub forma societăților de servicii de investiții financiare, instituțiilor de credit** sau **entităților de această natură** înființate în state membre sau nemembre ale Uniunii Europene;
- sunt **autorizate** de către autoritatea competentă, respectiv C.N.V.M., în cazul societăților de investiții financiare, Banca Națională, în cazul instituțiilor de credit sau de către autoritățile competente din statele membre sau nemembre ale Uniunii Europene;
- autorizația vizează **prestarea unor servicii de investiții financiare** limitativ prevăzute de dispozițiile legale.

Toate entitățile care au statutul juridic de intermediar pe piața de capital din România sunt supuse **supravegherii şi controlului exercitat de către C.N.V.M.**, indiferent de autoritatea care le-a autorizat. Respectarea cerințelor de adecvare a capitalului instituțiilor de credit este supusă supravegherii B.N.R.

Toate entitățile care au calitatea de intermediar trebuie să fie înscrise în **registrul C.N.V.M.** Intermediarii sunt înscrişi în secțiunea I a registrului public C.N.V.M. în cinci categorii: societăți de servicii de investiții financiare (S.S.I.F.), autorizate de către C.N.V.M., b) instituții de credit, autorizate de Banca Națională a României; c) echivalentul societăților de servicii de investiții financiare, autorizate de către autoritățile competente din statele membre; d) echivalentul instituțiilor de credit, autorizate de către autoritățile competente din statele membre; e) intermediarii din statele nemembre, în baza autorizației acordate de C.N.V.M.

Intermediarii autorizați sunt singurele persoane care au dreptul de a introduce ordinele de vânzare şi de cumpărare în sistemul de tranzacționare.

După încheierea tranzacției, intermediarii contribuie la producerea efectelor juridice ale tranzacției bursiere prin efectuarea tuturor operațiunilor şi transmiterea tuturor informațiilor necesare către operatorul de piață şi către depozitarul central. În anumite situații, intermediarii autorizați sunt răspunzători pentru îndeplinirea obligațiilor principale ale tranzacției bursiere, respective transmiterea dreptului de proprietate asupra instrumentelor financiare ce au făcut obiectul tranzacției şi plata prețului.

Secțiunea a 2-a. Operatorul de piață/sistem

Potrivit art. 124 alin. (1) din Legea nr. 297/2004, piețele reglementate de instrumente financiare se organizează şi se administrează de către o persoană juridică, constituită sub forma unei societăți pe acțiuni, emitentă de acțiuni nominative, conform Legii nr. 31/1990, autorizată şi supravegheată de C.N.V.M., numită în terminologia specifică a legislației pieței de capital *operator de piață*.

Operatorii de piață sunt aşadar **persoane juridice de drept privat**. Cu toate acestea, funcția îndeplinită şi atribuțiile deținute de operatorii de piață au o relevanță deosebită pentru publicul larg. De aceea, s-a arătat în doctrină[1] că operatorii de piață „sunt dotați cu puteri importante, care pot fi calificate, nu fără justificare, prerogative de putere publică". În cadrul acestor prerogative intră dreptul de a lua toate măsurile pentru buna funcționare a piețelor administrate și puterea de a emite acte normative și decizii individuale.

Potrivit actului constitutiv al operatorului de piață cel mai important din România - S.C Bursa de Valori București S.A., toate acțiunile acestei societăți se emit **în forma dematerializată, sunt nominative și indivizibile și se transferă prin înscriere în cont**. Acțiunile sunt ordinare și preferențiale, fără drept de vot, potrivit Actului Constitutiv. Acțiunile preferențiale nu pot depăși o pătrime din capitalul social al societății. În cazul în care se constata existența unor situații care ar conduce la depășirea acestui prag, Consiliul de administrație al Bursei va proceda la convocarea Adunării Generale Extraordinare a acționarilor Societății, în vederea răscumpărării de către societate a acțiunilor respective, pro-rata, de la respectivii deținători.

Având în vedere că activitatea operatorilor de piață de administrare a piețelor reglementate de capital constituie este de **interes public**, orice decizie a autorității administrative a pieței de capital referitoare la acordarea sau retragerea unei autorizații trebuie **publicată în Monitorul Oficial**.

Potrivit art. 47 din Directiva Parlamentul European și a Consiliului nr. 2004/39/CE (Directiva MiFID), fiecare stat membru este obligat să întocmească o **listă cu piețele reglementate pentru care este statul membru de origine** și să comunice această listă celorlalte state membre și Comisiei. Fiecare modificare a acestei liste presupune o comunicare similară. Comisia publică o listă cu toate piețele reglementate în Jurnalul Oficial al Uniunii Europene și o actualizează cel puțin o dată pe an. De asemenea, ea publică și actualizează lista pe website-ul său de fiecare dată când un stat membru notifică o modificare a propriei liste.

În documentul Comisiei Europene intitulat „Prezentare adnotată a piețelor reglementate și a dispozițiilor de drept intern de punere în aplicare a dispozițiilor relevante ale DSI (Directiva 93/22/CEE a Consiliului)" (publicat în JOUE nr. C 57, 1.3.2008), adoptat în temeiul dispozițiilor art. 47 al Directivei nr. 39/2004, apar numele a doi operatori de piață ca fiind comunicate de către C.N.V.M. Comisiei Europene, S.C. Bursa de Valori București SA și S.C. Bursa Monetar-Financiară și de Mărfuri SA Sibiu și a trei piețe reglementate de capital existente în România: Piața reglementată la vedere operată de B.V.B., Piața reglementată a derivatelor, operată de B.V.B. și Piața reglementată a derivatelor, operată de către B.M.F.M.S.

Operatorii de piață **se înscriu în Registrul public al C.N.V.M.** în secțiunea 11, conform art. 5 alin. (1) pct. 11 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 4/2009, într-una dintre cele trei subsecțiuni: operatori de piață din România, operatori de piață din state membre sau operatori de piață din state nemembre. În prezent în Registrul public al C.N.V.M. sunt înscriși opt operatori de piață, respectiv două persoane juridice române (cele sus-menționate) și șase persoane juridice din state membre ale Uniunii Europene.

---

[1] *T. Bonneau, F. Drummond*, op. cit., p. 483.

Secţiunea a 3-a. Depozitarul central

Conform art. 146 alin. (1) din Legea nr. 297/2004, depozitarul central este acea persoană juridică, constituită sub forma societăţii pe acţiuni, emitentă de acţiuni nominative, în conformitate cu Legea nr. 31/1990, autorizată şi supravegheată de C.N.V.M., care efectuează operaţiunile de depozitare a valorilor mobiliare, precum şi orice operaţiuni în legătură cu acestea.

Dispoziţiile art. 146 alin. (2) din acelaşi act normativ aşează în competenţa depozitarului central efectuarea operaţiunilor de compensare-decontare a tranzacţiilor cu valori mobiliare.

În ceea ce priveşte funcţia de depozitare, înregistrarea valorilor mobiliare admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată sau în cadrul unui sistem alternativ de tranzacţionare în sistemul depozitarului central este obligatorie. Funcţia de depozitare îndeplinită de către depozitarul central la care se referă art. 146 alin. (4) implică **realizarea atribuţiilor de registru independent al valorilor mobiliare.**

Realizarea transferului dreptului de proprietate asupra acţiunilor, precum şi plata preţului instrumentelor financiare tranzacţionare are loc în mod obligatoriu în sistemul de compensare-decontare operat de entitatea autorizată în calitate de depozitar central de către autoritatea administrativă de supraveghere şi control (C.N.V.M., în ţara noastră).

Capitolul IV. Obligaţiile principale ale vânzătorului şi ale cumpărătorului

Obligaţiile principale ale părţilor unei tranzacţii bursiere sunt: obligaţia vânzătorului de a transfera dreptul de proprietate asupra acţiunilor, respectiv obligaţia cumpărătorului de a plăti preţul acţiunilor.

Producerea efectelor contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni listate derogă radical de la dreptul comun, implicând **intervenţia unor subiecte de drept distincte de părţile tranzacţiei, simultaneitatea operaţiunilor şi actelor juridice încheiate de terţi** pentru realizarea efectelor juridice ale tranzacţiei, precum şi **inacţiunea vânzătorului şi cumpărătorului după transmiterea ordinului de bursă** către intermediarul autorizat. Pe de altă parte, aceleaşi norme juridice conturează regimul juridic al transferului dreptului de proprietate şi plata preţului, intermediarul vânzătorului şi intermediarul cumpărătorului fiind ţinuţi să îndeplinească operaţiuni simetrice.

Aceste patru aspecte esenţiale, care caracterizează efectele tranzacţiei bursiere, determină o analiză unitară a celor două efecte juridice principale, întrucât, în cazul în care s-ar respecta structura clasică a expunerii efectelor contractului de vânzare-cumpărare, aceea care presupune prezentarea în mod distinct a tuturor obligaţiilor vânzătorului, apoi tuturor obligaţiilor cumpărătorului, s-ar ajunge la o repetiţie deranjantă a conţinutului şi interpretării normelor juridice incidente.

Secţiunea 1. Obligaţia de a transmite dreptul de proprietate asupra acţiunilor

Transmiterea dreptului de proprietate asupra valorilor mobiliare este reglementată de o normă specială, derogatorie de la dreptul comun reprezentat de Codul civil. Norma juridică din legea specială care reglementează transmiterea dreptului de proprietate asupra valorilor mobiliare este art. 145 din Legea nr. 297/2004. Această regulă impune ca transferul dreptului de proprietate să se realizeze la data decontării, data la care şi preţul ajunge în contul vânzătorului.

Trăsăturile specifice ale obligaţiei de transfer a dreptului de proprietate asupra acţiunilor, îndeosebi a celor dematerializate tranzacţionate într-un sistem multilateral sau chiar bilateral de tranzacţionare corespund interpretării moderne a acestei obligaţii, care este privită mai mult ca un transfer al calităţii de proprietar decât a unei proprietăţi[1].

1.1. Obligaţia de transfer a dreptului de proprietate în cazul tranzacţiilor propriu-zise cu acţiuni

Obligaţia principală a vânzătorului constă în transferul dreptului de proprietate asupra acţiunilor ce fac obiectul tranzacţiei.

În cazul contractelor de vânzare-cumpărare având drept obiect acţiuni admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată, ori într-un sistem alternativ de tranzacţionare, potrivit dispoziţiilor art. 145 din Legea nr. 297/2004, **transferul dreptului de proprietate privind instrumentele financiare, altele decât cele derivate, are loc, la data decontării, în cadrul sistemului de compensare–decontare, pe baza principiului livrare contra plată.**

Obligaţia de transfer a dreptului de proprietate asupra acţiunilor listate are un regim juridic diferit de cel conturat în dreptul comun.

Standardizarea contractelor de vânzare-cumpărare de instrumente financiare impune ca obiectul lor să fie determinat sub aspectul **lucrului vândut**. O tranzacţie nu poate să aibă drept obiect un număr neprecizat, nedefinit de instrumente financiare.

Obiectul tranzacţiei este identificat prin precizarea emitentului, a codului unic de identificare a instrumentului financiar (în prezent sunt utilizate coduri ISIN pe piaţa de capital din România[2]) şi a numărului de acţiuni ce fac obiectul tranzacţiei.

O identificare suplimentară a acţiunilor ce fac obiectul tranzacţiei, pe lângă precizarea numelui emitentului, nu este nici necesară. Teoretic ar fi posibilă şi o identificare mai aprofundată a obiectului tranzacţiei, prin precizarea numărului de ordine din registrul acționarilor al acțiunilor respective. O astfel de identificare nu este însă prevăzută de normele juridice incidente, nici de Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006[1] și nici de Regulamentul CE nr. 1287/2006[2].

---

[1] *P. Malaurie, L. Aynes, P-Y. Gautier*, Contracte speciale, Ed. Wolters Kluwer România, 2009, p. 161.

[2] ISIN reprezintă un cod alfanumeric din 12 caractere (primele două litere simbolizează statul în care sunt admise la tranzacţionare instrumentele financiare respective), stabilit de Organizaţia Internaţională a Standardizării (ISO), în baza căruia sunt identificate în statele Uniunii Europene instrumentele financiare. În România, codurile ISIN sunt alocate şi gestionate de către SC Depozitarul Central SA).

Transferul dreptului de proprietate are loc potrivit reglementărilor depozitarului central, care a încheiat un contract cu operatorul de piață și care are în atribuții realizarea operațiunilor de compensare-decontare, precum și în conformitate cu procedura stabilită de operatorul pieței reglementate sau sistemului alternativ de tranzacționare în cadrul căruia sunt admise la tranzacționare respectivele acțiuni.

Acest transfer are loc prin debitarea contului de acțiuni al vânzătorului și creditarea contului cumpărătorului, în termenul prevăzut de art. 74 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005, respectiv în a treia zi lucrătoare de la data încheierii tranzacției (T+3).

În aceste condiții, rolul vânzătorului este, de regulă, extrem de redus, limitându-se la emiterea ordinului de bursă către societatea de servicii de investiții financiare. În cazul în care ordinul său este executat, vânzătorul nu mai este ținut să efectueze nicio acțiune pentru a asigura transferul dreptului de proprietate.

Formalitățile necesare îndeplinirii obligației de transfer a dreptului de proprietate sunt îndeplinite de alte persoane, respectiv de către intermediarul autorizat, operatorul de piață și depozitarul central.

Intermediarul autorizat care deține prerogativa introducerii ordinului de vânzare are **o obligație de a nu face**, în situația în care investitorul-client nu deține în proprietate instrumentele financiare în privința cărora a emis ordinul de bursă.

Conform art. 183 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, „S.S.I.F. va informa clar investitorii că nicio tranzacție nu poate fi inițiată până când nu vor fi primite... c) fondurile sau instrumentele financiare în contul investitorului deschis la S.S.I.F."

Această obligație de a nu face este completată, potrivit art. 142 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, de o obligație pozitivă, ce implică o acțiune: „S.S.I.F. responsabilă pentru supravegherea sau decontarea unui ordin executat, va lua toate măsurile necesare pentru a asigura faptul că orice instrumente financiare sau fonduri ale clientului primite în vederea decontării ordinului executat sunt corect și prompt transferate în contul clientului corespunzător."

În aceste condiții, intermediarii autorizați sunt ținuți de o obligație legală să efectueze în termenele prevăzute de reglementările entităților implicate în decontarea tranzacțiilor (operatorul de piață și depozitarul central) să efectueze formalitățile necesare îndeplinirii obligației vânzătorului de a transfera dreptul de proprietate asupra acțiunilor ce au făcut obiectul tranzacției.

1.2. Momentul transmiterii dreptului de proprietate și a riscurilor asupra acțiunilor listate

Dispozițiile art. 145 din Legea nr. 297/2004 au un caracter de normă de trimitere din perspectiva transmiterii dreptului de proprietate, atât în ceea ce privește mecanismul juridic al realizării acestei operațiuni, cât și în privința momentului la care se transmite dreptul de proprietate. Caracterul solemn al tranzacţiei bursiere, condiţionează transmiterea dreptului de proprietate de îndeplinirea formalităţilor impuse de normele specifice ale legislaţiei pieţei de capital.

---

[1] Publicat în M.Of. nr. 103 din 12 februarie 2007.

[2] J.O. nr. L 241 din 2.09.2006.

Decontarea tranzacţiilor are loc în cadrul sistemului depozitarului central se efectuează pe baza principiului „livrare-contra-plată”, în conformitate cu care livrarea valorilor mobiliare se realizează dacă şi numai dacă are loc şi plata fondurilor băneşti corespunzătoare (principiul *delivery versus payment* - DVP). Înregistrarea transferului de proprietate se realizează prin debitarea/creditarea conturilor de valori mobiliare.

În conformitate cu dispoziţiile art. 74 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005[1], **ciclul de decontare a tranzacţiilor** cu instrumente financiare, altele decât cele derivate, efectuate pe pieţele reglementate şi în cadrul sistemelor alternative de tranzacţionare este de **maximum 3 zile lucrătoare** (momentul T+3) de la data efectuării tranzacţiei (momentul T). În aceste condiţii, rezultă că transferul dreptului de proprietate asupra acţiunilor tranzacţionate pe o piaţă reglementată intervine, cel mai târziu, în a treia zi lucrătoare de la data efectuării tranzacţiei.

Intermediarii autorizaţi pot deschide la depozitarul central **conturi globale**. Acestea reprezintă conturi de valori mobiliare în care sunt înregistrate valorile mobiliare aflate în proprietatea clienţilor ai căror mandatar este participantul respectiv. Pentru conturile globale, intermediarii trebuie să debiteze/crediteze în evidenţele proprii conturile de valori mobiliare ale investitorilor care au ordonat tranzacţiile, de îndată ce decontarea respectivelor tranzacţii s-a finalizat.

Riscul contractului, dispariţia fortuită a instrumentelor financiare obiect al tranzacţiei înainte de a fi transmise în contul cumpărătorului, este suportat asemănător cu situaţia tuturor contractelor translative de proprietate ce au drept obiect bunuri de gen de către vânzător[2]. Este aşadar aplicabilă în privinţa tranzacţiilor bursiere regula *res perit domino*, întrucât vânzătorul are calitatea de proprietar până la data decontării, de regulă T+3.

1.3. Drept comparat privind transmiterea dreptului de proprietate

În **Luxemburg**, Legea din 1 august 2001 privind circulaţia titlurilor şi a altor instrumente fungibile[3] a modernizat considerabil legislaţia aplicabilă instrumentelor financiare. Potrivit legii luxemburgheze transferul operează numai în sistemul unei persoane juridice, instituţie de credit sau firmă de investiţii autorizată să primească în depozit instrumente financiare. Transmiterea dreptului de proprietate asupra titlurilor se realizează prin transfer dintr-un cont într-altul, acestea putând fi ţinute de acelaşi depozitar sau de către depozitari diferiţi (art. 3). În cazul în care există neconcordanţe privind numărul sau alte elemente de identificare individuală ale titlurilor şi părţilor implicate într-o tranzacţie, depozitarul central este eliberat de obligaţia sa de a transfera aceste instrumente dintr-un cont într-altul (art. 5).

Drepturile ataşate titlurilor înscrise în cont, inclusiv dreptul de a participa şi de a vota la adunarea generală pot fi exercitate de către titulari numai în baza unui certificat eliberat de către depozitarul în cauză (art. 8). Niciun drept al acţionarului nu este prejudiciat de păstrarea titlurilor la depozitar, titularul putând exercita aceleaşi drepturi ca şi când ar păstra în „propriile mâini” acţiunile respective [art. 6 alin. (1)].

---

[1] Publicat în M.Of. nr. 983 din 4 noiembrie 2005.

[2] *C. Stătescu, C. Bîrsan*, op. cit., p. 93.

[3] http://www.legilux.public.lu/leg/a/archives/2001/0106/a106.pdf#page=6.

În **Franţa**, conform art. L211-17 din Codul monetar şi financiar, Transferul de proprietate al titlurilor financiare prin înscrierea acestor titluri în contul cumpărătorului.

În momentul în care titlurile financiare sunt admise la operaţiunile unui depozitar central sau livrate întru-un sistem de reglementare-livrare (compensare-decontare) a instrumentelor financiare menţionate la art. L. 330-1, transferul proprietăţii rezultă din înscrierea titlurilor în contul cumpărătorului, la data şi în condiţiile prevăzute în Regulamentul general al Autorităţii pieţelor financiare (AMF).

Cu toate acestea, în cazul în care sistemul compensare-decontare asigură transferul titlurilor financiare prevăzând un termen irevocabil, transferul pentru cumpărător nu operează decât atunci când acesta a achitat preţul. Atâta timp cât cumpărătorul nu a achitat preţul, intermediarul care mijlocit tranzacţia şi a plătit preţul, primind în contul său titlurile este proprietarul acestora.

Potrivit art. 211-17-1, i se interzice unui vânzător de instrumente financiare admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată, să emită un ordin de vânzare dacă nu dispune în contul său de instrumentele financiare respective, sau dacă nu a numit un terţ care să poată garanta capacitatea sa de livrare/transfer a respectivelor instrumente financiare, cel mai târziu la data prevăzută pentru livrarea ce urmează a avea loc imediat după negociere.

De asemenea, conform art. 211-18 din acelaşi act normativ, în cazul transferului titlurilor financiare prin achitarea preţului în numerar, lipsa livrării sau a achitării preţului în numerar constatată la data şi în condiţiile definite în regulamentul general al Autorităţii pieţelor financiare sau, în lipsă, printr-o convenţie între părţi, liberează de drept de orice obligaţie partea care şi-a îndeplinit obligaţiile de partea care nu şi-a îndeplinit obligaţiile, fără a aduce atingere unei dispoziţii legislative contrare.

În **Marea Britanie**, transferul dreptului de proprietate asupra instrumentelor financiare se realizează potrivit Stock Transfer Act 1963[1]. Acest act normativ a introdus un sistem de transfer simplificat al instrumentelor financiare, important la momentul respectiv, însă neracordat la realităţile contemporane, datorită faptului că prevedea, în secţiunea 1 obligaţia vânzătorului şi a cumpărătorului de a completa un anumit formular cu datele de identificare ale părţilor şi ale obiectului tranzacţiei, iar în temeiul acestui înscris se realiza transferul dreptului de proprietate. Acest act normativ a rămas în vigoare, însă nu este aplicabil pentru tranzacţiile bursiere, ci numai pentru actele translative de proprietate ce au ca obiect acţiuni nelistate.

Acţiunile dematerializate tranzacţionate în sisteme multilaterale de tranzacţionare, sunt vândute potrivit normelor cuprinse în „The Uncertificated Securities Regulations 2001”[2]. Potrivit secţiunii 14 din acest act normativ transferul acţiunilor dematerializate toate acţiunile listate sunt dematerializate) se realizează potrivit regulilor operatorului care ţine evidenţa acţiunilor respective. În Marea Britanie transferul electronic al acestor titluri dematerializate se realizează prin sistemul CREST, această operaţiune implicând debitarea contului vânzătorului şi creditarea contului cumpărătorului[1]. Potrivit dispoziţiilor secţiunii 27 din actul normativ, operatorul (CREST) poate refuza transferul acţiunilor dacă acesta este interzis printr-o hotărâre judecătorească sau altă decizie asemănătoare sau dacă tranzacţia s-a încheiat cu o persoană decedată.

---

[1] http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1963/18.

[2] http://www.legislation.gov.uk/uksi/2001/3755/part/3/made.

Secţiunea a 2-a. Există o obligaţie de predare a acţiunilor vândute?

Obligaţia de predare a lucrului vândut presupune în dreptul comun transmiterea detenţiei de la vânzător la cumpărător[2], încetarea exercitării posesiei *corpore alieno* şi începutul exercitării în mod direct a elementului material al posesiei de către acesta.

Obligaţia de predare este în dreptul comun indisolubil legată de posesia bunului vândut.

Astfel, prima problemă de drept care se ridică este dacă pot fi posedate bunurile mobile incorporale.

Pentru a răspunde la această întrebare este inevitabil să se stabilească dacă se poate exercita o stăpânire de fapt asupra acţiunilor dematerializate.

În sfârşit, cea de-a treia chestiune la care vom încerca să răspundem este aceea dacă există obligaţia de predare în cazul contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni dematerializate.

2.1. Posesia asupra bunurilor mobile incorporale

Pentru a răspunde la întrebarea dacă există *ius possidendi* asupra acţiunilor, prima operaţiune care trebuie efectuată este aceea de a se stabili caracterul juridic al acestora din perspectiva percepţiei lor: bunuri mobile incorporale sau bunuri mobile corporale. Am susţinut[3] că acţiunile la purtător nu pot avea alt caracter decât acela de bunuri mobile corporale, în timp ce acţiunile nominative, fie că sunt emise în formă materială, fie că sunt dematerializate, reprezintă bunuri mobile incorporale.

2.2. Problema posesiei acţiunilor dematerializate

În doctrina franceză s-a relevat că înscrierea în cont joacă acelaşi rol cu posesia bunurilor corporale[4], întrucât creează supoziţia, prezumţia că persoana înscrisă este titularul titlului[5].

Ideea posesiei valorilor mobiliare dematerializate a fost afirmată în literatura juridică franceză prin intermediul instituţiei juridice a detenţiei, plecându-se de la premisa că titularul contului în care sunt înscrise valorile mobiliare are detenţia asupra acestora şi numai acesta poate emite ordinul de transmitere a titlurilor către o altă persoană. Aceste două elemente, detenția şi prerogativa emiterii ordinului de transfer a titlurilor ar contura ideea existenţei unei posesii asupra valorilor mobiliare dematerializate[1].

---

[1] *B. Hanningan*, Company law, Oxford University Press, 2003, p. 379.

[2] *Fr. Deak*, op. cit., p. 69.

[3] În cadrul capitolului referitor la caracterul de bun corporal sau incorporal al acţiunii.

[4] *H. Le Nabasque et A. Reygrobellet, L'inscription en compte des valeurs mobilières*, Rev droit bancaire et bourse, juillet-août 2000, p. 261, n.° 30.

[5] Ibidem, p. 272.

Teza posesiei bunurilor incorporale a fost în principiu respinsă de doctrină[2].

În dreptul roman era recunoscută posesia unui drept incorporal, denumită *possesio iuris* sau *quasi-possesio*[3], iar autori reputați interbelici au interpretat dispozițiile art. 1097 şi 1846 C.civ. în sensul existenţei unei posesii asupra unei creanţe, cu alte cuvinte a unui bun mobil incorporal[4].

O decizie judecătorească franceză din secolul XIX a stabilit că principiul posesiei instantanee nu se aplică decât bunurilor corporale, şi, de aceea, dispoziţiile Codului civil privind prescripția achizitivă a bunurilor mobile nu sunt incidente titlurilor nominative[5].

Jurisprudenţa franceză a menţinut această interpretare care exclude de la aplicarea principiului prescripției instantanee (art. 2279 C.civ. francez, art. 1909 vechiul C.civ. român) bunurile mobile incorporale[6].

Această poziţie a fost susţinută de majoritatea doctrinei franceze, deşi uneori a fost criticată rigiditatea legiuitorului care a limitat incidenţa prescripţiei instantanee. Profesorul Jean Carbonnier aprecia că art. 2279 C.civ. francez „un materialism ancestral tratează neîndemânatic bunurile imateriale”[7]. În acelaşi timp, Charles Larroumet considera că „deşi există un drept real mobiliar, posesia drepturilor reale nu se aplică în cazul mobilelor incorporale, precum creanțe, părţi sociale neconstate printr-un titlu la purtător, proprietăţi asupra lucrurilor incorporale şi drepturilor de clientelă”[8].

În perioada interbelică, în acelaşi spirit al negării posibilității exercitării posesiei asupra bunurilor incorporale, fusese deja avansată teza unei tranziţii în dreptul privat în sensul unei substituiri în cazul bunurilor incorporale a regimului posesiei cu un „regim al valorilor[9]”.

---

[1] *Ch. Lassalas*, L'inscription en compte des valeurs : la notion de propriété scripturale, Thèse Clermont-Ferrand, L.G.D.J et P.U. Faculté de Clermont-Ferrand, 1997, n° 569, p. 194.

[2] *E. Levy*, Les fondements du droit, Ed. Librairie Felix Lacan, Coll. Bibliothèque de philosophie contemporaine, 1933, p. 87; *V. Stoica*, op. cit., p. 48.

[3] *C. Hamangiu, I.Rosetti Bălănescu, Al. Băicoianu*, Tratat de Drept civil român, vol. I, 1928, Ed. Naţională S. Ciornei, p. 935.

[4] Ibidem, p. 936.

[5] Cass. req., 17 décembre 1873, *Coevoet/hérit.* Delattre, S., 1874, I, 409, note Labbe, citată de L. Cotret, op. cit., p. 64.

[6] Chambre Civ. de Cour de la Cour de cassation, 1ère, 6 mai 1997, Bull civ., n. 144, în Code civil 107e ed., Dalloz, 2008, p. 2261; Chambre sociale de la Cour de cassation, 3 iulie 1953, în Code civil..., 2008.

[7] *J. Carbonnier*, Droit civil, Ed. P.U.F., Coll. Thèmis Droit privé, Tome III, Les biens, 19ème édition, 2000, p. 361.

[8] *Ch. Larroumet*, Droit civil, Les biens, 3ème ed., Ed. Economica, 1997, n° 923.

[9] *E. Levy*, Les fondements du droit, Ed. Librairie Felix Lacan, Coll. Bibliothèque de philosophie contemporaine, 1933, p. 87.

În doctrina dreptului civil român opinia majoritară constant exprimată a fost în sensul nerecunoaşterii existenţei unei posesii asupra bunurilor mobile incorporale. Profesorul Stoica, afirmând „incompatibilitatea dintre ideea de stăpânire materială (*corpus*) şi ideea de bun incorporal", arată că partizanii posesiei bunurilor incorporale au pornit în mod eronat de la distincţia din dreptul roman dintre *possesio corporis* şi *possesio iuris*, pentru a concluziona că cea din urmă ar fi o posesie asupra unor bunuri incorporale, posesie corespunzătoare drepturilor reale principale, altele decât dreptul de proprietate. În opinia profesorului Stoica, în ambele ipoteze, şi în cazul posesiei corespunzătoare dreptului de proprietate şi în cazul posesiei corespunzătoare celorlalte drepturi reale principale, „este vorba de posesia asupra unui bun mobil corporal, dar configuraţia acestuia variază în funcţie de dreptul real constituit asupra bunului corporal respectiv"[1].

Opinia contrară, a existenţei unei posesii asupra valorilor mobiliare dematerializate a fost susţinută de anumiţi autori francezi, care au arătat că înscrierea în cont „joacă acelaşi rol ca şi posesia bunurilor mobile corporale"[2]. Într-o lucrare de la mijlocul anilor 90 s-a susţinut că, „întrucât titularul contului deţine valorile scripturale şi poate numai el să emită ordinul ca acestea să fie transmise, aceasta este o dovadă că el posedă titlul"[3]. Într-o altă lucrare mai recentă s-a susţinut că posesia manifestată anterior prin apropriaţiunea titlurilor de hârtie este în prezent relevată de apropriaţiunea rezultată din înscrierea în cont[4].

Partizanii teoriei posesiei asupra valorilor mobiliare dematerializate au evocat decizia sus-menţionată a Secţiei penale a Curţii de Casaţie a Franţei din 30 mai 1997, menţionată anterior, care a stabilit că „singura consecinţă a dematerializării valorilor mobiliare este permisiunea dovedirii deţinerii lor nu prin suportul material, ci prin înscrierea în cont, care conservă forţa probantă legată anterior de posesia titlului pe suport de hârtie"[5].

Această interpretare, care califică elementul *corpus* nu ca o stăpânire materială, ci ca o putere de fapt a unei persoane asupra unui obiect determinat, a fost criticată în literatura franceză[6], arătându-se că „este dificil de imaginat posesia bunurilor incorporale, a lucrurilor incorporale şi a drepturilor", întrucât „instrumentele financiare şi banii nu sunt în realitate lucruri în sensul juridic al termenului".

O altă încercare de justificare a posesiei asupra bunurilor incorporale a avut la bază o viziune nouă asupra definiţiei posesiei şi a elementului *corpus*, care se detaşează în concepţia autoarei de dimensiunea materială şi se adaptează naturii incorporale a bunurilor, „intelectualizându-se" şi luând forma actelor juridice[7]. Autoarea susţine că nu întotdeauna elementul *corpus* îmbracă o expresie materială, propunând copnceptul de *corpus* dematerializat[1].

---

[1] *V. Stoica*, op. cit., p. 48.

[2] *H. Le Nabasque, A. Reygrobellet*, *L'inscription en compte des valeurs mobilières*, în „Actes pratiques", novembre/décembre 2002, n° 79, p. 16.

[3] *Ch. Lassalas*, L'inscription en compte des valeurs : la notion de propriété scripturale, Thèse Clermont-Ferrand, L.G.D.J et P.U. Faculté de Clermont-Ferrand, 1997, n° 569, p. 194.

[4] *A. Pelissier*, Possession et meubles incorporels, Thèse, Ed. Dalloz, Coll. Nouvelle bibliothèque de thèses, 2001, p. 7.

[5] Cass. crim., 30 Mai 1996, Société de bourse Tuffier, Ravier, Py, Rev Banque n° 48, juillet-août 1996, p. 30.

[6] *L. Cotret*, op. cit., p. 65.

[7] *B. Parance*, La possession des biens incorporels, Thèse Paris I, 2003, p. 73.

Un alt partizan al tezei posesiei asupra bunurilor incorporale a susţinut aplicarea principiului *ubi lex non distinguit nec nos distinguere debemus* în privinţa interpretării normei din Codul civil referitoare la prescripţia instantanee a bunurilor mobile, arătând că legiuitorul nu a simţit nevoia să facă o distincţie între bunurile mobile corporale şi cele incorporale se poate vorbi de posesia unor titluri scripturalizate[2].

În opinia noastră, nu este importantă existenţa sau inexistenţa unei stăpâniri materiale asupra bunurilor incorporale, în speţă asupra acţiunilor, după cum nu are implicaţii practice nici existenţa în cazul acestor bunuri a lui *ius possidendi*, ca atribut al dreptului de proprietate. Absenţa relevanţei existenţei unei stăpâniri materiale a valorilor mobiliare dematerializate rezultă dintr-o o serie de caractere care conturează instituţia juridică a posesiei, fiind strâns legate de elementul *corpus*. Astfel, doctrina clasică a dreptului civil a arătat că numai bunurile mobile corporale pot fi obiect al posesiei, întrucât există o incompatibilitate între stăpânirea materială şi ideea de bun incorporal[3]. Din acest punct de vedere, valorile mobiliare dematerializate nu îndeplinesc acest criteriu impus de doctrina clasică. Deţinerea acestor valori permite însă titularului să obiectivizeze prerogativele conferite de înscrierea în contul său a instrumentelor financiare şi să efectueze fapte şi acte juridice la care ar fi îndreptăţit un proprietar: participarea la adunarea generală a acţionarilor, exercitarea dreptului de vot în cadrul acestor adunări etc.

S-a subliniat[4] că numai bunurile individual determinate formează obiectul posesiei, bunurile de gen putând fi posedate numai după individualizare. În ipoteza în care este acceptată teza individualizării instrumentelor financiare în momentul înscrierii în cont (fiind îndeplinită condiţia „numărării" acestor valori), atunci trebuie acceptat că această condiţie este îndeplinită de valorile mobiliare dematerializate.

Desigur, acceptând existenţa unei stăpâniri de fapt asupra bunurilor incorporale, *de plano* nu poate fi negată posibilitatea intervertirii precarităţii în posesie.

Teoretic, toate cele trei cazuri de intervertire a detenţiei precare în posesie prevăzute de art. 920 NCC ar putea fi aplicabile titlurilor dematerializate:

a) dacă detentorul precar încheie cu bună-credinţă un act translativ de proprietate cu titlu particular cu altă persoană decât cu proprietarul bunului;

b) dacă detentorul precar săvârşeşte împotriva posesorului acte de rezistenţă neechivoce în privinţa intenţiei sale de a începe să se comporte ca un proprietar; în acest caz, intervertirea nu se va produce însă mai înainte de împlinirea termenului prevăzut pentru restituirea bunului;

c) dacă detentorul precar înstrăinează bunul, printr-un act translativ de proprietate cu titlu particular, cu condiţia ca dobânditorul să fie de bună-credinţă.

Practic, posesia acţiunilor dematerializate nu poate fi ocrotită din punct de vedere juridic prin acţiuni posesorii, întrucât nu este de conceput o tulburare de fapt în cazul valorilor mobiliare dematerializate. Este limpede că acţiunile posesorii nu pot ocroti decât bunurile mobile corporale, întrucât posesorul tinde prin intermediul lor să redobândească elementul *corpus*. Or, în cazul unor bunuri incorporale, dematerializate, elementul *corpus*, astfel cum este definit de doctrina clasică, nu există.

---

[1] Ibidem, p. 87.

[2] *F.-G. Trebulle*, L'émission des valeurs mobilières, Thèse Paris II, Ed. Economica, 2002, n° 757, p. 534.

[3] *V. Stoica*, op. cit., p. 48.

[4] Ibidem, p. 50.

Oricum, efectele posesiei în cazul bunurilor mobile sunt considerabil diminuate faţă de situaţia bunurilor imobile.

Efectele unei eventuale posesii asupra instrumentelor financiare dematerializate comportă o discuţie diferenţiată.

În cazul efectului ce constă în prezumţia de proprietate, acesta este absorbit de prezumţia de titlu ce operează în cazul tuturor bunurilor mobile.

În ipoteza în care o persoană are înscrisă în contul său electronic o anumită cantitate de instrumente financiare, în temeiul unui act juridic translativ de proprietate care nu este eficace[1], înscrierea electronică în cont constituie o prezumţie a titlului de proprietate, şi, implicit, a proprietăţii.

În cazul dobândirii fructelor, respectiv a dividendelor în cazul acţiunilor, de către posesorul de bună credinţă, credem că aplicarea principiului echităţii[2] trebuie să opereze şi în cazul acestei categorii de bunuri incorporale. Justul titlu în acest caz constă în actul juridic care a tins la transmiterea proprietăţii de către un neproprietar către posesorul de bună-credinţă, fie că este vorba de o tranzacţie bursieră, fie că este vorba de un transfer direct al dreptului de proprietate, înregistrat în sistemul depozitarului central, în cazurile prevăzute de lege. Aşadar, fie că este vorba de un act cu titlu oneros, fie că este vorba de un act cu titlu gratuit, între vii sau pentru cauză de moarte, actul translativ de proprietate care a stat la baza înscrierii în cont poate valora just titlu.

Principiul dobândirii fructelor de către posesorul de bună-credinţă este consacrat şi în norma specială din cadrul Legii nr. 31/1990 privind societăţile comerciale, în cadrul art. 67 alin. (4) raportate la dispoziţiile art. 67 alin. (2) şi (3) din acelaşi act normativ. Astfel, dividendele plătite contrar dispoziţiilor legale se restituie, dacă societatea dovedeşte că asociaţii au cunoscut neregularitatea distribuirii sau, în împrejurările existente, trebuiau să o cunoască.

Acest text legal, existent şi în fostul Cod comercial, consacră, atât potrivit doctrinei interbelice[3], cât şi celei contemporane[4], principiul potrivit căruia drepturile dobândite de creditorii de bună-credinţă în baza unei hotărâri a adunării generale anulate se menţin.

În aceste condiţii, apreciem că instituţia juridică a posesiei şi-ar putea găsi o nouă structură, adaptată realităţilor economice contemporane, elementul *corpus*-stăpânirea materială urmând a fi înlocuit cu conceptul „puterii de fapt" asupra bunului, distinctă de puterea juridică. Transmiterea acestei puteri de fapt nu ar mai fi absorbită de transmiterea dreptului de proprietate, fiind o operaţiune distinctă, singura care ar justifica absenţa titlului în cazul unui transfer ilicit al valorilor mobiliare dematerializate prin înscrierea acestora în contul electronic al unui subiect de drept care nu este îndreptăţit să devină proprietarul lor.

---

[1] Ibidem, p. 80-81 în legătură cu dobândirea fructelor de către posesorul de bună-credinţă.

[2] Ibidem, p. 83, n. 94. Prof. Stoica arată că „principiul echităţii, cel mai general principiu care stă la baza dreptului, este suficient pentru a justifica dobândirea fructelor de către posesorul de bună-credinţă".

[3] *I.L. Georgescu*, Drept comercial român, vol. II, 2002, p. 371, n. 288.

[4] *S. David* în *St.D. Cărpenaru, S. David, C. Predoiu, Gh. Piperea*, Legea societăţilor comerciale, 2009, p. 506.

2.3. Problema tradiţiunii în cazul darurilor manuale care au ca obiect instrumente financiare dematerializate

O altă direcţie de analiză a existenţei sau non-existenţei unei obligaţii de predare în cazul contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni dematerializate o reprezintă cercetarea tratamentului juridic aplicat darurilor manuale care au ca obiect instrumente financiare dematerializate.

Concepţia clasică indică bunurile mobile corporale drept singurele bunuri care pot forma obiectul donaţiilor manuale, fiind exceptate bunurile mobile incorporale „pentru că nu sunt susceptibile de a fi transferate şi dobândite printr-o predare şi primire efectivă"[1]. În acelaşi timp, fostul Tribunal Suprem a subliniat că titlurile la purtător, asimilabile bunurilor mobile corporale şi biletele de bancă pot face obiectul donaţiei manuale, întrucât „transmiterea acestora are loc de la mână la mână"[2].

În Franţa, până în anii 90 nu puteau face obiectul darurilor manuale decât titlurile la purtător, nu şi cele nominative, care nu erau susceptibile de a fi transmise de la mână la mână[3], iar înscrierea lor în registrul ţinut de emitent nu putea fi asimilată remiterii materiale a titlului[4].

La sfârşitul anilor 90 însă, jurisprudenţa franceză a recunoscut legalitatea operaţiunii juridice a donaţiei manuale ce are ca obiect titluri dematerializate la purtător[5], argumentând că „din împrejurarea că titlurile la purtător sunt dematerializate rezultă că transmiterea lor se face prin virare dintr-un cont în altul". Se asimila aşadar transmiterea manuală a obiectului cu donaţiei cu virarea titlurilor la purtător din contul de instrumente financiare al donatorului în cel al donatarului.

Se observă că jurisprudenţa franceză a limitat extinderea sferei de incidenţă a donaţiei manuale la titlurile la purtător dematerializate, ezitând să se pronunţe asupra unui eventual dar manual ce are ca obiect titluri nominative dematerializate.

2.4. Tradiţiunea în cazul instrumentelor financiare dematerializate

Jurisprudenţa română a acceptat ca tradiţiunea reală, element esenţial al darului manual[6], să fie considerată ca fiind îndeplinită în cazul viramentului unor sume de bani din contul donatorului în cel al donatarului, exceptând această modalitate de dar manual de la condiţia formei autentice[7], dar şi, extrem de important, de la condiţia înmânării efective a sumei în mâinile donatarului[8].

---

[1] *Fr. Deak*, op. cit., p. 149.

[2] Trib. Suprem, secţ. civ., dec. nr. 1349/1972, în C.D. 1972, p. 113, citată în *Fr. Deak*, op. cit., p. 149.

[3] *L. Cotret*, op. cit., p. 67.

[4] Cass. Req. 1er février 1842, D. 1842, 1, 181, menţionată în L. Cotret, op. cit., p. 67.

[5] Cass. com., 19 mai 1998, D. 1998, Juris, p. 552.

[6] *Fr. Deak*, op. cit., p. 149-150.

[7] Trib. Suprem, secţ. civ., dec. nr. 2643/1974, în Repertoriul de practică judiciară în materie civilă a Tribunalului Suprem şi a altor instanţe judecătoreşti 1969-1975, p. 134.

[8] Trib. Suprem, secţ. civ., dec. nr. 774/1988, în R.R.D. nr. 2/1989, p. 63.

În privința contractului de donație sub forma darului manual, jurisprudența română a stabilit și că retragerea unei sume de bani de pe un carnet CEC și transferarea ei pe un carnet CEC al unei alte persoane reprezintă o donație valabilă, chiar dacă se săvârșește doar prin comunicare telegrafică între agenții[1].

Profesorul Deak, în Tratatul său de drept civil publicat în anul 2001, arată că o astfel de soluție pretoriană „se justifică tot prin ideea de dar manual, într-o accepțiune nouă a noțiunilor de lucru corporal și de tradițiune, accepțiune care are în vedere realitatea unor procedee curente de transferare rapidă și sigură a bunurilor mobile"[2].

În esență, arată profesorul Deak, este vorba de „o dematerializare a tradițiunii bunurilor"[3], întrucât „darul manual se poate realiza prin forme moderne, care nu implică o predare efectivă, materială a bunului donat, dar asigură totuși transferul efectiv al valorilor dintr-un patrimoniu în altul"[4].

O astfel de interpretare este valabilă, *mutatis mutandis*, și în cazul transferului de instrumente financiare. Titlurile dematerializate, ca și moneda electronică au, în ultimă instanță, același caracter juridic din perspectiva „corporalității", acela de bun mobil incorporal.

Definiția legală a monedei electronice este oferită de art. 7 pct. 16 din O.U.G. nr. 99/2006 privind instituțiile de credit și adecvarea capitalului[5]: **moneda electronică** - valoare monetară reprezentând o creanță asupra emitentului, care îndeplinește cumulativ următoarele condiții: a) este stocată pe un suport electronic; b) este emisă în schimbul primirii de fonduri a căror valoare nu poate fi mai mică decât valoarea monetară emisă; c) este acceptată ca mijloc de plată și de alte entități decât emitentul.

Instrumentele financiare nu au primit o definiție legală propriu-zisă în legislația română, fiind descrise printr-o enumerare cvasi-limitativă în art. 7 din O.U.G. nr. 99/2006. Din interpretarea sistematică a normelor de drept incidente instrumentelor financiare nu se poate reține decât că acestea sunt o figură juridică care prezintă asemănări cu moneda electronică. Astfel, instrumentele financiare dematerializate sunt stocate pe un suport electronic și sunt emise în schimbul primirii unor fonduri de către emitent a căror valoare nu poate fi inferioară valorii nominale. Singura diferență dintre cele două categorii de bunuri mobile incorporale constă în aceea că instrumentele financiare, neavând rolul principal de mijloace de plată nu îndeplinesc condiția de a fi acceptate ca mijloace de plată.

Moneda electronică și instrumentele financiare dematerializate având același caracter juridic de bun mobil incorporal, în mod necesar, transferul lor este supus acelorași reguli.

În atari condiții, apreciem că, în ipoteza în care este acceptată existența tradițiunii în cazul viramentului sumelor de bani, atunci, în mod necesar, trebuie asigurat același tratament juridic şi viramentului de instrumente financiare dintr-un cont în altul, indiferent de titlul care stă la baza acestui transfer. Cu alte cuvinte, acceptându-se teoria aplicării regimului juridic al darului manual în ipoteza transferului de monedă electronică şi a existenţei unei forme moderne de tradiţiune, rezultă că predarea stăpânirii materiale a bunurilor mobile incorporale este o realitate a societăţii moderne, ea realizându-se prin transfer informatic dintr-un cont electronic în alt cont electronic. Această soluţie a fost formulată şi în doctrina franceză[1].

---

[1] Trib. Suprem, secț. civ., dec. civ. nr. 647/1969, în R.R.D. nr. 4/1973, p. 150.

[2] *Fr. Deak*, op. cit., p. 152.

[3] Ibidem.

[4] Ibidem. În esență, prof. Deak, susține dematerializarea tradițiunii, însă, așa cum am arătat anterior (nota 28, *Fr. Deak*, op. cit., p. 149) arată că darul manual nu poate avea drept obiect decât bunuri corporale, ceea ce apare a fi contradictoriu.

[5] M.Of. nr. 1027 din 27 decembrie 2006.

Astfel, dacă doctrina şi jurisprudenţa au recunoscut calificarea juridică de dar manual pentru viramentele din cont în cont a sumelor de bani, în materia instrumentelor financiare nu există soluţii ale unor instanţe judecătoreşti care să consacre această calificare şi nici, după ştiinţa noastră, opinii exprimate în literatura juridică în acest sens.

Utilitatea acceptării naturii juridice de dar manual a viramentului banilor electronici constă în asigurarea celerităţii încheierii unor raporturi juridice, prin eliminarea greutăţilor cauzate de necesitatea încheierii contractului de donaţie în formă autentică. Un astfel de artificiu juridic ar fi putut fi evitat dacă norma juridică ar fi prevăzut posibilitatea donaţiei, în anumite cazuri, cum ar fi donaţia de bani sau de instrumente financiare, fără necesitatea respectării formei autentice.

Cu toate acestea, Noul Cod civil a păstrat formalismul şi solemnitatea actului de donaţie, stipulând numai pentru acele lucruri de mică valoarea posibilitatea ca ele să facă obiectul darului manual. Potrivit art. 1101 alin. (4) NCC, dacă sunt de valoare redusă, bunurile mobile corporale pot fi donate prin dar manual. Darul manual se încheie valabil prin acordul de voinţă al părţilor însoţit de tradiţiunea bunului de la donator la donatar. În aprecierea valorii reduse a bunurilor care constituie obiectul darului manual se ţine seama de starea materială a donatorului.

2.5. Argumente privind existenţa unei obligaţii de predare a acţiunilor dematerializate - bunuri incorporale

În dreptul clasic, obligaţia de predare este posibilă numai în măsura în care există posesia bunului respectiv, întrucât această obligaţie presupune transmiterea elementului *corpus*[2]. Posesorul de bună-credinţă şi acţionarul care încasează cu bună-credinţă dividende, deşi nu avea dreptul, au o poziţie juridică asemănătoare din perspectiva beneficiilor produse de bunul stăpânit.

Posesorul de bună-credinţă are dreptul să păstreze fructele încasate conform art. 485 C.civ. (art. 948 NCC). Este important de precizat că Noul Cod civil include în categoria fructelor, prin norma expresă din art. 548, şi dividendele.

Încasarea dividendelor de către persoana care a deţinut acţiuni la data de referinţă, în cazul societăţilor pe acţiuni nelistate, respectiv la data de înregistrare, în cazul societăţilor admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată, care au fost anulate ulterior dintr-o cauză necunoscută proprietarului acestora are un temei legal izvorând dintr-o normă cu caracter special, respectiv art. 67 alin. (4) teza a II-a, nefiind necesar să se aplice dreptul comun din materia posesiei de bună-credinţă. Cu excepţia acestui efect juridic important al posesiei, toate celelalte consecinţe juridice ce ar izvorî din recunoaşterea unei stăpâniri materiale a unor bunuri incorporale nu prezintă utilitate practică în cazul instrumentelor financiare dematerializate.

---

[1] *H. Meau-Latour*, „La dematerialisation à l'épreuve du don manuel d'actions", în Melange Y. Guyon, Dalloz, 2003, p. 797.

[2] *V. Stoica*, op. cit., p. 313.

Pe de altă parte, considerăm că este utilă din punct de vedere practic recunoaşterea unei stăpâniri de fapt în cazul bunurilor incorporale, diferită ca sens de stăpânirea materială clasică, însă producând în ultimă instanţă efecte juridice similare. Ar fi vorba, în esenţă, de o interpretare modernă a noţiunii de posesie, de o regândire a elementului *corpus*, ca element constitutiv fundamental al posesiei. Credem şi în acest caz că dezideratele economice ale societăţii trebuie să-şi găsească un răspuns adecvat în evoluţia legislativă şi în interpretarea dreptului incident.

În acelaşi timp, acceptând o interpretare modernă a noţiunii de tradiţiune, poate fi explicată donaţia de instrumente financiare dematerializate, fără respectarea cerinţei formei autentice. Ideea ca orice donaţie de instrumente financiare să se realizeze în formă autentică este în totală contradicţie cu principiul celerităţii încheierii raporturilor juridice pe piaţa de capital şi cu negociabilitatea instrumentelor financiare. În această materie însă, pentru a se evita alte consecinţe juridice negative (efectuarea de transferuri cu caracter manipulativ, menite să inducă în eroare participanţii la piaţă, transferul fictiv de acţiuni în scopul obţinerii unor majorităţi în adunările generale, eludarea unor obligaţii izvorând din legislaţia pieţei de capital, spre exemplu cea referitoare la oferta publică obligatorie după atingerea unui anumit prag de deţinere etc.), considerăm că este necesară intervenţia legiuitorului şi nu aplicarea *mutatis mutandis* a regulilor de drept din materia darului manual.

În opinia noastră, problema existenţei sau inexistenţei unei posesii asupra acţiunilor dematerializate nu prezintă relevanţă practică din perspectiva efectelor juridice ale contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni dematerializate ce au făcut obiectul unei vânzări.

Cât priveşte tradiţiunea însă, nu vedem niciun motiv care să împiedice acceptarea noţiunii de remitere a bunurilor incorporale, aşa cum legiuitorul francez a făcut-o deja prin art. 1607 C.civ.

Pot exista cazuri în care transferul titlurilor dintr-un cont într-altul să se realizeze în mod nelegitim, din eroare sau ca urmare a unui act ilicit. Adevăratul proprietar nu va pierde într-o asemenea situaţie calitatea de titular al dreptului de proprietate, dar va exista o altă persoană care va apărea în mod public ca titular al acestui drept.

În dreptul comun, aceasta este situaţia în care proprietarul şi posesorul sunt persoane diferite. În materia instrumentelor financiare dematerializate, dacă se respinge teza existenţei unei forme *sui generis* de posesie, trebuie rezolvată atât problema terminologică, cât şi cea de fond a regimului juridic aplicabil, întrucât o eventuală acţiune în revendicare, introdusă de adevăratul proprietar împotriva titularului înscrierii în cont, nu va putea tinde decât la reîntoarcerea în contul primului a instrumentelor financiare aflate în contul celui de-al doilea. Orice transfer al respectivelor instrumente financiare realizat realizat de către un titular de rea-credinţă către un terţ sub-dobânditor de rea-credinţă va avea doar natura unei remiteri şi nu şi a transferului dreptului de proprietate.

Tot astfel, teoretic este posibil ca dreptul de proprietate să se transfere la un moment diferit de cel al înscrierii în contul proprietarului a acţiunilor ce au făcut obiectul contractului. O astfel de situaţie poate fi întâlnită în cazul acţiunilor nominative dematerializate care nu sunt admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată sau în cadrul unui sistem alternativ. Într-o asemenea situaţie, obligaţia de remitere în cont şi obligaţia de transfer a dreptului de proprietate pot avea scadenţe diferite.

Credem că acestea sunt argumente suficient de puternice pentru acceptarea tezei unei tradiţiuni a bunurilor incorporale, o viitoare consacrare legislativă a acestei operaţiuni juridice fiind mai mult decât benefică.

Secţiunea a 3-a. Plata preţului

3.1. Plata preţului în cazul tranzacţiilor propriu-zise

Preţul tranzacţiei bursiere încheiate pe piaţa la vedere va fi întotdeauna stabilit în bani. Numai în cazul ofertelor publice de preluare există posibilitatea, potrivit art. 5 alin. (5) din Directiva 2004/25/CE, ca preţul instrumentelor financiare (acţiunilor) vizate de ofertă să poată fi plătit prin oferirea la schimb a altor valori mobiliare.

Potrivit art. 5 alin. (5) din Directiva 2004/25/CE, ofertantul poate propune drept contrapartidă valori mobiliare, numerar sau o combinaţie între cele două. Cu toate acestea, atunci când contrapartida propusă de ofertant nu constă în valori mobiliare lichide admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată, această contrapartidă trebuie asigurată, cu titlu de opţiune, în numerar.

Desigur, într-o astfel de ipoteză ar putea fi pusă în discuţie natura juridică a contractului, întrucât stabilirea preţului sub forma unei sume de bani este de esenţa vânzării[1]. Contractul în care se oferă drept preţ al acţiunilor listate alte valori mobiliare are natura juridică de contract de schimb.

Îndeplinirea obligaţiei de plată a preţului acţiunilor ce fac obiectul contractului de vânzare-cumpărare se realizează prin mecanismele oferite de sistemul depozitarului central, conform principiului general înscris în art. 145 din Legea nr. 297/2004.

Intermediarul autorizat are obligaţia de a nu iniţia tranzacţia în situaţia în care cumpărătorul nu a transmis/depus fondurile necesare în contul său de client (art. 183 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006).

Preţul tranzacţiei bursiere va fi întotdeauna plătit în contul de client al vânzătorului, prin debitarea, în sistemul depozitarului central a participantului la mecanismele de compensare şi decontare, a conturilor intermediarului autorizat care are calitatea de participant. Vânzătorul, intrând în mod indirect în raport juridic cu cumpărătorul nu va suporta riscul neplăţii preţului de către acesta. Acest risc va fi suportat de către mandatarul cumpărătorului, care a contractat în nume propriu, dar în contul cumpărătorului.

Datorită garanţiilor legale stabilite de legiuitor, în cazul tranzacţiei bursiere nu se pune problema producerii unui efect specific ale contractelor sinalagmatice, precum excepţia de neexecutare a contractului.

De asemenea, rezoluţiunea din cauza neplăţii preţului se produce în condiţii diferite de cele care atrag acest efect specific în dreptul comun.

---

[1] *Fr. Deak*, op. cit., p. 61.

3.2. Reguli privind plata prețului în cazul cumpărării în marjă

Legislația pieței de capital oferă investitorilor posibilitatea de a achiziționa valori mobiliare (inclusiv acțiuni) fără ca aceștia să dispună la momentul tranzacției de întreaga sumă necesară achitării contravalorii acestora. Intervine în acest caz un contract de împrumut de bani (*mutuum*), având loc așadar o operațiune de creditare a clientului-cumpărător de către intermediarul autorizat (S.S.I.F. sau instituție de credit).

Tranzacțiile în cadrul cărora investitorul nu pune la dispoziția intermediarului întreaga sumă de bani necesară achitării prețului, ci numai un procent din aceasta se numesc „tranzacții în marjă". Potrivit art. 190 alin. (2) lit. b) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, **marja** reprezintă **nivelul minim** pe care clientul trebuie să îl mențină în contul de marjă deschis la S.S.I.F. pentru garantarea tranzacțiilor în marjă. Marja poate fi constituită în numerar, în valori mobiliare, precum și în titluri de stat cu scadența mai mică de 12 luni.

Potrivit art. 190 alin. (2) lit. d) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, **tranzacțiile în marjă** sunt tranzacțiile efectuate de S.S.I.F. în numele clientului său fie cu valori mobiliare - în baza unui credit acordat acestuia pentru cumpărarea unor valori mobiliare sau în baza unui împrumut de valori mobiliare acordat în scopul efectuării unor vânzări în lipsă, fie cu instrumente financiare derivate.

La deschiderea unui cont de marjă, este obligatorie semnarea unui **contract pentru tranzacții în marjă, care are caracterul unui contract de adeziune, care să conțină cel puțin următoarele prevederi**, enumerate de dispozițiile art. 195 din Regulamentul nr. 32/2006:

a) părțile contractante;

b) obiectul contractului;

c) marja inițială și nivelul minim al marjei ce trebuie menținut în perioada de derulare a contractului;

d) clauze referitoare la responsabilitățile clientului pentru plata sumei împrumutate și dobânzilor aferente creditului obținut de la S.S.I.F., inclusiv suma, perioada creditului, dobânda, plata în avans și perioada de rambursare pentru creditul folosit de client, principiile care vor fi aplicate în cazul neplății la termen;

e) clauze referitoare la împrumutarea de valori mobiliare achiziționate prin cumpărări în marjă în numele clientului altor persoane fizice sau juridice sau la folosirea valorilor mobiliare achiziționate prin tranzacții în marjă în numele clientului ca garanție în schimbul creditului obținut de client;

f) clauze privind situația în care marja scade sub valoarea minimă prevăzută în contract, respectiv perioada în care clientul are obligația să răspundă apelului în marjă și, dacă e cazul, transformarea valorilor mobiliare constituite ca garanție în numerar, în scopul acoperirii diferenței;

g) clauze privind exercitarea drepturilor cu privire la valorile mobiliare ce fac obiectul cumpărărilor în marjă și al vânzărilor în lipsă (dividende, dobânzi, acțiuni gratuite, splitări etc.);

h) clauze referitoare la retragerea de numerar din contul în marjă;

i) clauze privind tarifele și comisioanele ce vor fi plătite de către client, precum și stabilirea condițiilor plății;

j) clauze privind modul de încetare a contractului.

Conform art. 196 alin. (1) din Regulamentul nr. 32/2006, la deschiderea contului de marjă, clientul este obligat să depună **o garanţie reprezentând echivalentul a cel puţin 50% din valoarea de piaţă a valorilor mobiliare ce urmează a fi achiziţionate** prin tranzacţii în marjă, sub formă de numerar sau de valori mobiliare. S.S.I.F. poate solicita clienţilor constituirea marjei iniţiale într-un procent mai mare de 50%. Pe parcursul derulării cumpărărilor în marjă cu valori mobiliare, în contul în marjă al clientului trebuie păstrate valori mobiliare sau bani reprezentând cel puţin 25% din valoarea curentă de piaţă a valorilor mobiliare cumpărate în baza creditului acordat sau împrumutate pentru decontarea vânzărilor în lipsă şi a dobânzilor şi comisioanelor aferente.

Intermediarul autorizat care acordă investitorului creditul are la dispoziţie un mijloc legal eficace, **apelul în marjă**, care îi acoperă, cel puţin parţial, riscul generat de reaua-credinţă sau insolvabilitatea clientului-împrumutat, care nu restituie la termen suma ce a făcut obiectul contractului pentru tranzacţii în marjă..

Potrivit art. 190 alin. (2) lit. c) din Regulamentul nr. 32/2006, **apelul în marjă** este cererea cu titlu de obligativitate pentru încadrarea în limitele impuse prin contract în cazul contului de marjă.

Potrivit dispoziţiilor art. 199 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, S.S.I.F. are obligaţia să calculeze zilnic valoarea contului de marjă pentru valori mobiliare al fiecărui client şi să procedeze la ajustarea acestuia la nivelul minim. Dacă valoarea marjei se situează sub limita minimă sus-menţionată, datorită schimbărilor valorii curente de piaţă a valorilor mobiliare, **S.S.I.F. va emite un apel în marjă şi va informa clientul asupra datei la care s-a constatat deficitul în marjă**, solicitând prin acesta ca deficitul să fie acoperit. Dacă clientul nu răspunde apelului în marjă şi deficitul nu a fost eliminat în perioada stabilită în contract, care nu va depăşi două zile lucrătoare, S.S.I.F. este autorizată să vândă valorile mobiliare, după caz, titlurile de stat cu scadenţă mai mică de 12 luni până la acoperirea deficitului.

Apelul în marjă nu poate fi acoperit cu valori mobiliare sau numerar din alte conturi ale clientului deschise la S.S.I.F. decât în baza unei instrucţiuni scrise a clientului. În vederea determinării sumei minime de bani care trebuie menţinută de investitor în contul de marjă, conform art. 197 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, valorile mobiliare din contul de marjă vor fi evaluate de către intermediari luând în considerare următoarele principii:

a) în ziua cumpărării, preţurile de achiziţie şi comisioanele aferente;

b) în zilele următoare, preţul de închidere al valorilor mobiliare din şedinţa precedentă;

c) în situaţia în care nu s-a efectuat nicio tranzacţie cu valoarea mobiliară în şedinţa precedentă şi nu se poate obţine un preţ de închidere, se va folosi preţul comunicat de piaţa reglementată pentru respectiva valoare mobiliară.

Valoarea stabilită conform acestor principii va fi considerată valoarea curentă de piaţă şi va fi folosită pentru calcularea sumei minime obligatorii ce trebuie menţinută de clientul-cumpărător în contul său de client operat de intermediarul care i-a acordat împrumutul.

Veniturile din dobânzi şi dividende aferente valorilor mobiliare achiziţionate de către client prin tranzacţii în marjă şi depuse pentru acoperirea nivelului minim al marjei, se vor cuveni clientului. Aceste venituri vor putea fi colectate de către S.S.I.F. în numele clientului, dacă acest lucru se prevede prin contract.

În cazul tranzacţiilor în marjă, preţul tranzacţiei va fi plătit în această situaţie, parţial din fondurile investitorului-cumpărător şi parţial din fondurile intermediarului. În ipoteza în care contractul dintre intermediar şi investitor privind tranzacţiile în marjă vizează mai multe instrumente financiare şi se derulează pe o perioadă mai mare de timp, este posibil ca preţul instrumentelor financiare cumpărate să fie achitat în întregime de intermediar, iar cumpărătorul să nu mai fie nevoit să ramburseze împrumutul, întrucât a înstrăinat cu profit instrumentele financiare cumpărate în marjă, iar intermediarul a reţinut în urma tranzacţiei de vânzare atât comisionul, cât şi contravaloarea împrumutului. În acest caz, clientul obţine profit fără să investească nicio sumă de bani (desigur condiţia este ca preţul de piaţă al respectivelor titluri să se aprecieze sensibil între momentul cumpărării şi cel al vânzării)

Într-o asemenea ipoteză are loc o operaţiune de compensare între valoarea instrumentelor financiare vândute de intermediar din contul clientului şi debitul acestuia faţă de intermediar, constând în contravaloarea împrumutului şi a dobânzilor şi comisionul datorat pentru fiecare tranzacţie.

Secţiunea a 4-a. Procedura transferului dreptului de proprietate asupra acţiunilor listate şi a plăţii preţului

Conform art. 74 alin. (3) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005, **înregistrarea transferului de proprietate se realizează prin debitarea/creditarea conturilor de valori mobiliare.**

4.1. Participanţii la sistemul de compensare-decontare şi participanţii compensatori

Transferul dreptului de proprietate asupra instrumentelor financiare (inclusiv acţiuni) şi plata preţului tranzacţiei se realizează prin concursul mai multor terţi, subiecte de drept privat: intermediarii autorizaţi, operatorul de piaţă şi depozitarul central[1].

Nu orice intermediar autorizat va juca însă un rol direct în finalizarea efectelor juridice principale ale tranzacţiei, ci acesta va fi ţinut să aibă calitatea de **participant la sistemul de compensare-decontare**. Potrivit art. 168 alin. (1) lit. a) din Legea nr. 297/2004, ***participant*** este un intermediar autorizat, o contraparte centrală, un agent de decontare sau o casă de compensare. Conform regulilor de funcţionare a sistemului, acelaşi participant poate să acţioneze în calitate de contraparte centrală, de casă de compensare sau de agent de decontare ori să execute toate aceste sarcini, sau numai o parte din ele. Această definiţie legală stabileşte *lato sensu* conţinutul noţiunii de participant. Din prisma executării obligaţiilor principale ce derivă din tranzacţia bursieră, prezintă interes acei intermediari care deţin şi calitatea de participanţi la sistemul de compensare-decontare.

---

[1] A se vedea capitolul III.

Conform art. 1 pct. 28 din Titlul Preliminar al Codului Depozitarului Central, **participanţii la sistemul de compensare–decontare şi registru sunt intermediarii care au încheiat contract de participare la sistemul Depozitarului Central.** Un intermediar nu poate să participe la sistemul de compensare-decontare al unui depozitar central fără a avea calitatea de membru compensator. Anumiţi intermediari autorizaţi deţin şi calitatea de agent custode. Agentul custode este acel intermediar care desfăşoară servicii de custodie şi administrare de instrumente financiare pentru clienţii al căror mandatar este şi care a încheiat contract de participare la sistemul Depozitarului Central în baza reglementarilor specifice de custodie emise de Depozitarul Central.

Un rol important în producerea efectelor contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni tranzacţionate într-un sistem multilateral de tranzacţionare îl îndeplinesc şi participanţii compensatori, întrucât prin intermediul lor se realizează plata preţului. Potrivit art. 1 pct. 27 din Codul Depozitarului Central S.A., **participanţii compensatori sau băncile de decontare** sunt instituţii de credit autorizate de către BNR sau de către o altă autoritate de supraveghere dintr-un alt stat membru care au încheiat contract de decontare cu depozitarul central, contract de participare la sistemul ReGIS[1] şi contract de constituire şi executare garanţii cu BNR, care participă în procesul de decontare bănească a tranzacţiilor cu instrumente financiare încheiate în cadrul sistemelor de tranzacţionare şi la care participanţii la sistemul de compensare-decontare şi registru administrat de depozitarul central sunt titulari de conturi de decontare.

4.2. Prevalidarea instrumentelor financiare şi transmiterea rapoartelor de compensare-decontare

Codul Depozitarului Central stabileşte procedura conform căreia are loc transmiterea dreptului de proprietate asupra instrumentelor financiare de la vânzător către cumpărător. Potrivit art. 13 din Cod, Depozitarul central va prevalida instrumentele financiare la momentul introducerii ordinelor de vânzare în sistemul de tranzacţionare sau la momentul înregistrării tranzacţiilor în sistemul Depozitarului Central, în conformitate cu prevederile contractului încheiat între entitatea care administrează respectivul sistem de tranzacţionare şi Depozitarul central, prin verificarea disponibilităţii instrumentelor financiare în contul vânzătorului şi blocarea în conturi a instrumentelor financiare vândute în scopul evitării revânzării acestora şi a efectuării decontării.

În ziua în care are loc încheierea contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni (tranzacţia bursieră), sistemele de tranzacţionare ale operatorului de piaţă transmit Depozitarului Central tranzacţiile aferente unei zile de tranzacţionare şi acestea sunt înregistrate la Depozitarul central. Participanţii la sistemul de compensare-decontare şi registru, respectiv intermediarii autorizaţi, vor prelua din sistemul electronic al Depozitarului Central rapoartele de compensare şi decontare în termen de două ore de la închiderea şedinţei de tranzacţionare (acesta este momentul T, respectiv ziua tranzacţiei).

---

[1] Sistemul ReGIS este sistemul cu decontare pe bază brută în timp real administrat de Banca Naţională a României.

A doua zi (momentul T+1), potrivit art. 15 alin. (1) al Titlului II din Codul Depozitarului Central[1] din participanţii la sistemul de compensare-decontare şi registru (intermediarii autorizaţi care au dobândit această calitate) au obligaţia de a verifica rapoartele preluate din sistemul Depozitarului Central.

4.3. Obiecţiile participanţilor cu privire la decontarea tranzacţiilor

Dacă participanţii la sistemul de compensare-decontare şi registru au obiecţii faţă de datele din rapoarte, le vor comunica Depozitarului Central în scris până cel târziu la ora 12:00. Potrivit art. 15 alin. (4) din Titlul II al Codului Depozitarului Central, agentul custode nu poate comunica Depozitarului Central obiecţii care constau în amânarea sau refuzul confirmării decontării unei tranzacţii în următoarele situaţii:

a) atunci când tranzacţia a rezultat ca efect al introducerii corecte a unui ordin aferent subscrierii clientului agentului custode[2] în cadrul unei oferte publice şi/sau operaţiuni speciale, iar Participantul la sistemul de compensare-decontare şi registru care a introdus ordinul deţine o copie a declaraţiei prevăzuta la art. 9 alin. (5);

b) atunci când tranzacţia de cumpărare/vânzare specială *(buy-in/sell-out* specială) este rezultatul introducerii corecte a unui ordin pe contul clientului agentului custode, în situaţia în care participantul la sistemul de tranzacţionare deţine o copie a declaraţiei scrise a agentului custode privind asumarea de către acesta a decontării pentru instrumentele financiare vândute sau, după caz, a contravalorii instrumentelor financiare subscrise/cumpărate de clientul respectiv în cadrul ofertei publice/operaţiunii speciale;

c) atunci când agentul custode are şi calitatea de participant la un sistem de tranzacţionare şi în această calitate a efectuat tranzacţii pentru clientul respectiv;

d) atunci când tranzacţia este rezultatul introducerii corecte a unui ordin pe contul clientului agentului custode, iar participantul la sistemul de tranzacţionare, care a introdus respectivul ordin, deţine o copie a declaraţiei scrise a agentului custode, privind asumarea decontării acestei tranzacţii de către respectivul agent custode.

În funcţie de natura obiecţiilor participanţilor la sistemul de compensare-decontare şi registru, acestea vor fi soluţionate de către personalul specializat al Depozitarului Central sau vor fi comunicate sistemelor de tranzacţionare pentru efectuarea eventualelor corecţii, conform prevederilor contractului încheiat între Depozitarul central şi entităţile care administrează sistemele de tranzacţionare.

---

[1] Aprobat prin Decizia C.N.V.M. nr. 912/15.07.2010.

[2] Potrivit art. 1 pct. 3 din Titlul Preliminar al Codului Depozitarului Central, **agentul custode** reprezintă intermediarul înscris în Registrul C.N.V.M., secţiunea intermediari, care are în obiectul de activitate serviciul prevăzut la art. 7 alin. (1) pct. 6, lit. Ba) din O.U.G. nr. 99/2006, aprobată prin Legea nr. 227/2007 care desfăşoară servicii de custodie şi administrare de instrumente financiare pentru clienţii al căror mandatar este şi care a încheiat contract de participare la sistemul Depozitarului Central în baza reglementărilor specifice de custodie emise de Depozitarul central. Serviciul vizat de art. 7 alin. (1) pct. 6, lit. Ba) din O.U.G. nr. 99/2006 constă în păstrarea în siguranţă şi administrarea instrumentelor financiare în contul clienţilor, inclusiv custodia şi servicii în legătură cu acestea, cum ar fi administrarea fondurilor sau garanţiilor.

4.4. Confirmarea rapoartelor de decontare

Dacă nu există obiecţii asupra datelor cuprinse în rapoartele furnizate de Depozitarul central sau acestea nu au fost formulate până la ora 12 a primei zile ce succede tranzacţiei, rapoartele se consideră a fi confirmate în vederea decontării.

Dacă agentul custode nu a recepţionat confirmarea de decontare din partea unui client al cărui mandatar este şi dacă tranzacţia clientului respectiv nu se încadrează în vreuna din situaţiile în care nu se poate solicita amânarea sau refuză confirmarea decontării, agentul custode va solicita Depozitarului Central, până la T+1 ora 12:00, prin mijlocul de comunicare notificat de Depozitarul central, amânarea confirmării decontării până cel târziu la T+2 ora 12:00 sau refuzul confirmării decontării tranzacţiei respective conţinută în rapoartele de compensare şi decontare. Orice eventuale nelămuriri cu privire la respectivele tranzacţii trebuie clarificate între participantul la sistemul de tranzacţionare care a efectuat tranzacţia şi agentul custode cât mai curând după momentul încheierii tranzacţiilor respective.

Dacă agentul custode nu comunică, prin mijlocul de comunicare notificat de Depozitarului Central, până la T+1 ora 12:00 amânarea sau refuzul confirmării decontării unor tranzacţii conţinute în rapoartele de compensare şi decontare, **tranzacţiile se consideră a fi confirmate în vederea decontării**.

Conform art. 16 alin. (1) din Titlul II al Codului Depozitarului Central, în cazul în care sistemul de tranzacţionare transmite Depozitarului Central corecţii ale unor tranzacţii, după înregistrarea tranzacţiilor respective la Depozitarul central, acesta va notifica participanţii la sistemul de compensare-decontare şi registru implicaţi, apoi se reiau operaţiunile de preluare şi/sau confirmare a rapoartelor în vederea decontării, astfel:

a) participanţii la sistemul de compensare-decontare şi registru vor prelua rapoartele modificate şi vor transmite eventualele obiecţii cu privire la conţinutul acestora în termen de 30 de minute de la primirea rapoartelor;

b) depozitarul central va transmite rapoartele modificate aferente participanţilor compensatori de regula în termen de 2 ore şi 30 de minute de la înregistrarea în sistemul Depozitarului Central a tranzacţiilor corectate;

c) participanţii compensatori vor transmite eventualele obiecţii cu privire la conţinutul rapoartelor specifice de regulă în termen de 30 de minute de la primirea rapoartelor.

Dacă nu există obiecţii asupra datelor cuprinse în rapoartele furnizate de Depozitarul central sau acestea nu au fost formulate până la termenele menţionate mai sus, rapoartele se consideră a fi confirmate în vederea decontării de către participanţii la sistemul de compensare-decontare şi registru şi după caz acceptate de către participanţii compensatori.

În a doua zi ce succede zilei tranzacţiei (**momentul T+2**), până la ora 12.00, agentul custode care a solicitat Depozitarului Central amânarea confirmării decontării unor tranzacţii din rapoartele de compensare şi decontare poate transmite Depozitarului Central, prin mijlocul de comunicare notificat de acesta, refuzul efectuării decontării tranzacţiilor respective [art. 17 alin. (1) din Titlul II al Codului Depozitarului Central]. Dacă agentul custode nu comunică, prin mijlocul de comunicare notificat de Depozitarului Central, până la T+2 ora 12:00 refuzul confirmării decontării unor tranzacţii conţinute în rapoartele de compensare şi decontare, tranzacţiile se consideră a fi confirmate în vederea decontării.

4.5. Corectarea tranzacţiilor neconfirmate

Dacă agentul custode îşi menţine obiecţiile referitoare la o tranzacţie pentru care nu a primit confirmarea de decontare de la clientul sau, Depozitarul central, împreună cu agentul custode şi participantul la sistemul de tranzacţionare care a efectuat tranzacţia pentru clientul agentului custode respectiv vor analiza şi încerca să soluţioneze respectivele obiecţii în conformitate cu prevederile emise de Depozitarul central.

Depozitarul central va notifica sistemul de tranzacţionare, în conformitate cu prevederile contractului încheiat între Depozitarul central şi entitatea care administrează respectivul sistem de tranzacţionare, cu privire la refuzul efectuării decontării unor tranzacţii transmis de către agentul custode.

Conform art. 18 (1) din Codul Depozitarului Central, Titlul II, în cazul în care agentul custode refuză efectuarea decontării unei tranzacţii, **responsabilitatea decontării revine participantului la sistemul de tranzacţionare (intermediarul autorizat) care a efectuat tranzacţia respectivă.** În nicio situaţie în care nu se invalidează tranzacţia, pronunţându-se rezoluţiunea contractului de vânzare-cumpărare de instrumente financiare, nu este admisibil ca riscul să fie suportat de către investitorul care a pus la dispoziţia intermediarului titlurile sau fondurile ce au făcut obiectul tranzacţiei sau de către mandatarul acestuia

Participantul la sistemul de tranzacţionare care a efectuat tranzacţia în cauză are obligaţia, până cel târziu T+2 ora 19:00, de a solicita sistemului de tranzacţionare în care a fost încheiată tranzacţia respectivă corectarea acesteia în conformitate cu reglementările sistemului de tranzacţionare şi de a notifica în acest sens Depozitarul central.

Dacă agentul custode refuză confirmarea decontării unei tranzacţii şi participantul la sistemul de tranzacţionare nu a solicitat efectuarea corecţiei până cel târziu T+2 ora 19:00, Depozitarul central va solicita entităţii care administrează sistemul de tranzacţionare în care au fost încheiate tranzacţiile respective, conform prevederilor contractului încheiat între depozitarul central şi aceasta, **corectarea tranzacţiilor neconfirmate de agentul custode**, după cum urmează:

a^1) În cazul în care participantul la sistemul de tranzacţionare a efectuat o vânzare şi **deţine** în contul propriu instrumentele financiare de tipul celor care au făcut obiectul tranzacţiei iniţiale de vânzare, Depozitarul central va solicita entităţii care administrează sistemul de tranzacţionare să corecteze tranzacţia neconfirmată de agentul custode cu o tranzacţie în numele şi pe contul propriu al participantului la sistemul de tranzacţionare (intermediarul autorizat) sau, după caz, pe contul notificat de participant pentru efectuarea corecţiei. După efectuarea corecţiei respective, sistemul de tranzacţionare va transmite depozitarului central tranzacţia corectată;

a^2) În cazul în care participantul la sistemul de tranzacţionare a efectuat o vânzare şi **nu deţine** în contul notificat pentru efectuarea corecţiei sau, după caz, pe contul propriu instrumentele financiare de tipul celor care au făcut obiectul tranzacţiei iniţiale de vânzare, depozitarul central va informa participantul la sistemul de tranzacționare, precum și entitatea care administrează sistemul de tranzacționare cu privire la situația creată, în conformitate cu prevederile contractului încheiat între depozitarul central și entitatea care administrează sistemul de tranzacționare. În acest caz, în aceeași zi, participantul la sistemul de tranzacționare **are obligația să încerce să cumpere, printr-o tranzacție de cumpărare specială (*buy-in* specială), întreaga cantitate de instrumente financiare conținută în tranzacția inițială** de vânzare. Instrumentele financiare obiect al vânzării în tranzacția de cumpărare specială pot fi decontate sau în curs de decontare, conform comunicării Depozitarului Central. După raportarea tranzacției de cumpărare specială (*buy-in* specială) în sistemul de tranzacționare, acesta va corecta, la solicitarea Depozitarului Central, tranzacția inițială de vânzare, prin înlocuirea acesteia cu o tranzacție în numele și pe contul propriu al participantului la sistemul de tranzacționare sau, după caz, pe contul notificat de participant pentru efectuarea corecției. După efectuarea corecției respective, sistemul de tranzacționare va transmite Depozitarului Central atât tranzacția corectată, cât și tranzacțiile de cumpărare specială;

b) În cazul în care un participant la sistemul de tranzacționare a efectuat o cumpărare, Depozitarul central va solicita sistemului de tranzacționare înlocuirea tranzacției neconfirmate de agentul custode cu o tranzacție în numele și pe contul propriu al participantului la sistemul de tranzacționare sau, după caz, pe contul notificat de participant pentru efectuarea corecției. După efectuarea corecțiilor respective, sistemul de tranzacționare va transmite depozitarului central tranzacțiile corectate.

Conform art. 20 alin. (1) din Titlul II al Codului, în cazul în care sistemul de tranzacționare transmite Depozitarului Central corecții ale unor tranzacții, după înregistrarea tranzacțiilor respective la depozitarul central, acesta va notifica participanții la sistemul de compensare-decontare și registru implicați, apoi se reiau operațiunile de preluare și/sau confirmare a rapoartelor în vederea decontării, astfel:

- participanții la sistemul de compensare-decontare și registru notificați de depozitarul central vor prelua rapoartele modificate și vor transmite eventualele obiecții cu privire la conținutul acestora în termen de 30 de minute de la primirea rapoartelor;
- depozitarul central va transmite rapoartele modificate aferente participanților compensatori;
- participanții compensatori vor transmite eventualele obiecții cu privire la conținutul rapoartelor specifice în termen de 30 de minute de la primirea rapoartelor.

Dacă nu există obiecții asupra datelor cuprinse în rapoartele furnizate de Depozitarul central sau acestea nu au fost formulate în termenul regulamentar, rapoartele se consideră a fi confirmate în vederea decontării de către participanții la sistemul de compensare-decontare și registru și, după caz, acceptate de către participanții compensatori.

Potrivit art. 21 alin. (1) din Cod, în cazul în care agentul custode a solicitat Depozitarului Central anularea confirmării decontării unor tranzacții din rapoartele de compensare și decontare, în cazuri excepționale acesta poate transmite Depozitarului Central prin mijlocul de comunicare notificat, până cel târziu a treia zi după executarea tranzacției (T+3) ora 8:00, confirmarea efectuării decontării tranzacțiilor respective.

Orice confirmare a efectuării decontării unei tranzacţii transmisă de către agentul custode ulterior efectuării corecţiei de către sistemul de tranzacţionare la solicitarea unui participant al acestuia nu va fi luată în considerare de către Depozitarul Central.

4.6. Finalizarea decontării

Participanţii la sistemul de compensare-decontare şi registru au obligaţia şi răspunderea exclusivă de a debita conturile clienţilor aflaţi în poziţie debitoare cu suma neta aferentă decontării tranzacţiilor încheiate pe contul acestora, cel târziu în a treia zi după efectuarea tranzacţiei (T+3), înainte de ora 09:30, pentru primul ciclu de decontare şi înainte de ora 12:00 pentru al doilea ciclu de decontare, inclusiv în situaţia în care poziţiile nete ale clienţilor se compensează [art. 23 alin. (1)].

Participanţii la sistemul de compensare-decontare şi registru aflaţi în poziţie debitoare au obligaţia şi răspunderea exclusivă de a alimenta, înainte de ora 09:45, pentru primul ciclu de decontare şi respectiv înainte de ora 12:15 pentru al doilea ciclu de decontare, conturile de decontare proprii deschise la participanţii compensatori cu suma neta aferentă decontării tranzacţiilor încheiate.

Participanţii la sistemul de compensare-decontare şi registru au obligaţia de a menţine disponibile fondurile proprii şi pe cele colectate de la clienţii aflaţi în poziţie debitoare, astfel încât acestea să poată fi transferate – dacă este cazul – în întregime şi oricând pe parcursul zilei de decontare (T+3), în conturile de decontare ale participanţilor la sistemul de compensare-decontare şi registru deschise la participanţii compensatori.

Participanţii compensatori au obligaţia şi răspunderea exclusivă de a debita conturile participanţilor la sistemul de compensare-decontare şi registru aflaţi în poziţie debitoare cu suma neta aferentă decontării tranzacţiilor încheiate de aceştia, cel târziu în T+3, înainte de ora 10:00 pentru primul ciclu de decontare şi înainte de ora 12:30 pentru al doilea ciclu de decontare, inclusiv în situaţia în care poziţiile nete ale participanţilor la sistemul de compensare-decontare şi registru se compensează.

Participanţii compensatori vor confirma Depozitarului Central, până la ora 10:00 pentru primul ciclu de decontare, respectiv până la ora 12:30 pentru al doilea ciclu de decontare, acceptul de participare la decontare conform sumelor înscrise în raportul de decontare bancară, prin acelaşi mijloc de comunicare prin care vor primi rapoartele respective de la Depozitarul Central.

Depozitarul Central va întocmi balanţa pentru decontarea finală aferentă fiecărui ciclu de decontare. Aceasta va conţine poziţiile nete ale tuturor participanţilor compensatori pentru ziua de decontare respectivă. În baza balanţei pentru decontarea finală, Depozitarul Central va iniţia instrucţiunea de plată pentru decontarea poziţiilor nete în conformitate cu orarul operaţiunilor aferent ciclului de decontare corespunzător.

Depozitarul Central va iniţia instrucţiunea de plată pentru decontarea poziţiilor nete calculate, numai dacă poziţiile nete debitoare ale participanţilor compensatori sunt acoperite integral de valoarea totală a garanţiilor constituite de aceştia pentru sistemul administrat de Depozitarul Central.

BNR va asigura decontarea finală a poziţiilor nete ale participanţilor compensatori la sistemul administrat de Depozitarul Central, prin efectuarea transferurilor de fonduri din conturile de decontare ale participanţilor compensatori aflaţi în poziţie debitoare, în conturile de decontare ale participanţilor compensatori aflaţi în poziţie creditoare, pe baza instrucţiunii de plată pentru decontarea poziţiilor nete transmisă de Depozitarul Central în sistemul ReGIS.

În situaţia în care poziţiile nete debitoare ale participanţilor compensatori aflaţi în poziţie debitoare nu sunt acoperite integral de valoarea totală a garanţiilor constituite de aceştia la dispoziţia/în favoarea BNR pentru sistemul administrat de Depozitarul Central, acesta va exclude tranzacţii din decontarea pe bază netă şi le va introduce în sistemul ReGIS, în vederea decontării acestora pe baza brută.

BNR va confirma Depozitarului Central efectuarea decontării finale a fondurilor băneşti prin transmiterea, prin e-mail securizat semnat electronic sau prin fax cu confirmare de primire, a documentului Raportul de decontare a poziţiilor nete.

După primirea confirmării decontării finale a fondurilor băneşti, Depozitarul Central va transfera instrumentele financiare din conturile vânzătorilor în cele ale cumpărătorilor, conform tranzacţiilor încheiate, efectuând transferul de proprietate de la vânzători la cumpărători.

După primirea raportului de decontare a poziţiilor nete de la BNR şi finalizarea operaţiunilor de decontare a instrumentelor financiare, decontarea tranzacţiilor este considerata finală. Depozitarul Central va comunica participanţilor compensatori şi Participanţilor la sistemul de compensare-decontare şi registru, confirmarea finalizării decontării.

După comunicarea de către Depozitarul Central a finalizării decontării, participanţii compensatori au obligaţia şi răspunderea exclusivă de a alimenta, în ziua decontării, în termen de 30 minute de la momentul transmiterii comunicării de către Depozitarul Central, conturile participanţilor la sistemul de compensare-decontare şi registru aflaţi în poziţie creditoare, cu suma netă aferentă decontării tranzacţiilor încheiate de aceştia, inclusiv în situaţia în care poziţiile nete ale participanţilor la sistemul de compensare-decontare şi registru se compensează.

După comunicarea de către Depozitarul Central a finalizării decontării şi alimentarea conturilor Participanţilor la sistemul de compensare-decontare şi registru aflaţi în poziţie creditoare de către participanţii compensatori, participanţii la sistemul de compensare-decontare şi registru au obligaţia şi răspunderea exclusivă de a alimenta/a înregistra distinct, în ziua decontării, în contul fiecărui client, suma netă aferentă decontării tranzacţiilor încheiate pe contul acestora, inclusiv în situaţia în care poziţiile nete ale clienţilor se compensează.

După comunicarea de către Depozitarul Central a finalizării decontării, participanţii la sistemul de compensare-decontare şi registru au obligaţia şi răspunderea exclusivă de a înregistra în evidenţele proprii, pentru fiecare cont global, transferul de proprietate în subconturile conturilor globale.

4.7. Garantarea decontării de către participanţii la sistemul de compensare-decontare

Conform art. 10 alin. (3) din Titlul II al Codului Depozitarului Central, pentru fiecare ciclu de decontare, participanţii compensatori au obligaţia să constituie şi/sau să completeze garanţii unilaterale la dispoziţia/în favoarea BNR, pentru decontarea finală a poziţiilor nete aferente Depozitarului Central, cel puţin la nivelul celei mai mari valori dintre:

a) plafonul tehnic de garantare unilaterală calculat şi comunicat participanţilor compensatori de către BNR;

b) suma netă debitoare aferentă raportului de decontare bancară.

Participanţii compensatori au obligaţia să menţină blocate aceste garanţii până la momentul decontării instrucţiunii de plată pe bază netă transmisă de Depozitarul Central sistemului ReGIS.

Participarea la decontare a participanţilor compensatori presupune acceptarea implicită a constituirii de garanţii în conformitate cu sumele înscrise în rapoartele de decontare bancară.

În situaţia în care un participant la sistemul de compensare-decontare şi registru nu deţine suficiente disponibilităţi băneşti în contul de decontare pentru acoperirea obligaţiei de plată aferentă decontării tranzacţiilor încheiate, participantul compensator are obligaţia:

- pentru primul ciclu de decontare să blocheze în data decontării (T+3) la ora 9:45 sumele disponibile în contul de decontare în scopul efectuării decontării şi să informeze Depozitarul Central cu privire la valoarea respectivelor sume, până cel târziu la ora 10:00; participantul compensator are obligaţia să informeze Depozitarul Central până la ora 11:00 cu privire la orice suplimentare a sumelor disponibile în contul de decontare al respectivului participant la sistemul de compensare-decontare şi registru şi să procedeze la blocarea acestora;
- pentru al doilea ciclu de decontare să blocheze în data decontării (T+3) la ora 12:15 sumele disponibile în contul de decontare în scopul efectuării decontării şi să informeze Depozitarul Central cu privire la valoarea respectivelor sume, până cel târziu la ora 12:30. Participantul compensator are obligaţia să informeze Depozitarul Central până la ora 13:30 cu privire la orice suplimentare a sumelor disponibile în contul de decontare al respectivului participant la sistemul de compensare-decontare şi registru şi să procedeze la blocarea acestora.

Participanţii compensatori aflaţi în poziţie debitoare au obligaţia şi răspunderea exclusivă de a alimenta, înainte de momentul limită de constituire a garanţiilor aferent fiecărui ciclu de decontare, contul de decontare deschis în sistemul ReGIS cu suma netă aferentă decontării tranzacţiilor încheiate de Participanţii la sistemul de compensare-decontare şi registru cu care au contract de decontare, precum şi de a menţine disponibile fondurile colectate de la participanţii la sistemul de compensare-decontare şi registru aflaţi în poziţie debitoare, astfel încât acestea să poată fi transferate – dacă este cazul – în întregime şi în aceeaşi zi, în conturile de decontare ale participanţilor compensatori deschise în sistemul ReGIS.

4.8. Corectarea erorilor înregistrate cu ocazia tranzacţionării pe piaţa reglementată

Tranzacţionarea pe piaţa de capital, caracterizată prin încheierea cu celeritate a actelor juridice translative de proprietate, poate conduce, inevitabil, la săvârşirea unor erori care constau în încheierea unor tranzacţii în contul unor persoane care nu şi-au exprimat consimţământul în acest sens. Pentru a fi respectată voinţa juridică a investitorilor, este necesar un mecanism tehnic şi norme juridice adecvate care să contribuie la reinstaurarea principiului libertăţii actelor juridice de drept privat fără a afecta stabilitatea circuitului juridic al instrumentelor financiare transferate din eroare. În absenţa unei astfel de proceduri de corectare a erorilor, actele juridice respective ar fi lovite de nulitate absolută pentru lipsa totală a consimţământului, însă repunerea în situaţia anterioară ar fi imposibilă, dacă ar fi necesară intervenţia puterii judecătoreşti pentru a constata nulitatea, datorită celerităţii cu care se încheie raporturile juridice pe piaţa de capital, în special în cazul titlurilor lichide, precum şi dificultăţii de identificare a acţiunilor care au făcut obiectul unei tranzacţii nule în contul unui subdobânditor care mai deţine acţiuni ale aceluiaşi emitent, eventual cumpărate în aceeaşi zi.

Situaţiile în care poate fi declanşată procedura corectării erorilor sunt limitativ prevăzute de normele pieţelor reglementate (aprobate de autoritatea administrativă). La Bursa de Valori Bucureşti, conform art. 142 alin. 81) din Titlul III al Codului Bursei de Valori Bucureşti-operator de piaţă, pot fi corectate tranzacţiile rezultând din:

a) introducerea eronată în sistemul B.V.B. de către participant a ordinului transmis de către client sau de către un mandatar al acestuia (cum ar fi: intermediari străini, administratori de fonduri, etc.);

b) transmiterea eronată de către un mandatar al clientului a ordinului acestuia către participant;

c) neconfirmarea de către un agent custode a decontării unor tranzacţii încheiate de un participant pe contul individual al unui client al agentului custode, în situaţia în care din documentaţia justificativă transmisă B.V.B. de către participant rezultă că participantul respectiv a executat corect ordinul clientului;

d) neconfirmarea de către un agent custode a decontării unor tranzacţii încheiate de un participant, pe contul global aferent clientului/clienţilor agentului custode respectiv, în situaţia în care din documentaţia justificativă transmisă B.V.B. de către participant rezultă că participantul respectiv a executat corect ordinul clientului.

Potrivit dispoziţiilor art. 145 din Codul B.V.B. - operator de piaţă. Titlul III, corectarea de către B.V.B. a unei tranzacţii presupune invalidarea tranzacţiei eronate, urmată de introducerea în sistemul B.V.B. a unei noi tranzacţii care are caracteristici identice cu tranzacţia invalidată/neconfirmată, cu excepţia contului.

Desigur, nu pot fi modificate caracteristicile aferente contrapărţii unei tranzacţii eronate, ca atare cocontractantul unei tranzacţii încheiate din eroare nu va fi afectat de corectarea tranzacţiei din niciun punct de vedere. Spre exemplu, în cazul în care a fost încheiată o tranzacţie de vânzare de acţiuni în contul, unui investitor care nu şi-a manifestat voinţa în acest sens, actul translativ de proprietate încheiat din eroare va fi invalidat de directorul general al bursei, iar noul act juridic va fi încheiat de acelaşi cumpărător, va avea drept obiect acelaşi număr de acţiuni şi va avea acelaşi preţ ca şi actul iniţial.

Conform art. 143 alin. (1) din Codul B.V.B., în cazul în care un participant la sistemul de tranzacţionare (intermediar autorizat), conform sistemului de conturi utilizat, solicita corectarea erorii pentru tranzacţii încheiate pe un cont individual sau un cont global, pentru un client care nu utilizează serviciile unui agent custode, acest participant este ținut să informeze clientul-investitor asupra erorii și să solicite acordul acestuia pentru corectarea erorii printr-o operațiune de sens contrar, care să repună clientul în situația inițială. Costurile aferente tranzacției prin care se înlătură efectele patrimoniale ale tranzacției încheiate din eroare se suportă de către intermediarul autorizat.

Corectarea unei tranzacții este necesar a se realiza până la un anumit moment limită, dincolo de care ar fi afectată stabilitatea circuitului juridic al instrumentelor financiare. Pe principala piață reglementată din România, conform art. 145 alin. (2) din Titlul III al Codului B.V.B. - operator de piață, corectarea unei tranzacții poate fi efectuată de către B.V.B. numai înaintea momentului decontării tranzacției respective (adică în termen de cel mult trei zile lucrătoare de la data încheierii tranzacției).

Tranzacțiile care vizează corectarea erorilor au un caracter special, se execută pe o piață de tip *order driven* (sistem multilateral de tranzacționare), numai după ce toți participanții la piață sunt avertizați că operatorul de piață va introduce ordine speciale de tip *buy in, sell out*, care au drept obiectiv corectarea unor tranzacții efectuate din eroare. Informarea tuturor participanților la piață are drept obiectiv evitarea inducerii acestora în eroare de caracteristicile ordinului introdus de operatorul de piață.

Secțiunea a 5-a. Transferuri directe de proprietate

Potrivit art. 81 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005, depozitarul central poate opera **transferuri directe de proprietate** asupra valorilor mobiliare, ca efect al:

a) **succesiunii;**

b) **ieșirii din indiviziune;**

În aceste două situații, exceptarea de la principiul tranzacționării exclusiv pe piața reglementată a acțiunilor cotate se justifică prin natura juridică a operațiunii ce determină transmiterea dreptului de proprietate asupra acțiunilor.

În caz de acte pentru cauză de moarte, în mod evident, este imposibil ca titlurile respective să se tranzacționeze liber pe piață, întrucât ar fi încălcate normele juridice ce reglementează dreptul la moștenire, norme speciale derogatorii dacă le privim raportate la transferul în general, de drept comun, al dreptului de proprietate asupra acțiunilor.

Același raționament intervine și în cazul ieșirii din indiviziune: doar coindivizarii au dreptul de a deveni proprietari asupra bunurilor (în acest caz acțiunile) aflate în indiviziune;

c) **cesionării de către emitent a acțiunilor proprii către personal;**

Această excepție își are doar rațiuni economice, fiind vorba de politica societății emitente de stimulare a propriilor angajați prin acordarea de acțiuni gratuite sau la un preț inferior prețului de piață. Legea societăților comerciale, astfel cum a fost modificată prin Legea nr. 441/2006, prevede că răscumpărarea propriilor acțiuni în vederea distribuirii acestora către salariați trebuie să îndeplinească toate condițiile legale stipulate pentru răscumpărarea de către un emitent a propriilor acțiuni. Potrivit art. 103[1] alin. (1) din Legea nr. 31/1990, răscumpărarea propriilor acțiuni nu se va putea efectua decât în temeiul unei hotărâri AGEA, valoarea nominală a acțiunilor proprii dobândite de societate, inclusiv a celor aflate deja în portofoliul său, nu poate depăşi 10% din capitalul social subscris, pot fi răscumpărate doar acţiuni integral liberate, iar plata acţiunilor astfel dobândite se va face numai din profitul distribuibil sau din rezervele disponibile ale societăţii, înscrise în ultima situaţie financiară anuală aprobată, cu excepţia rezervelor legale.

Potrivit art. 103^1 alin. (2), acţiunile răscumpărate de emitent în vederea cesionării lor către angajaţii societăţii trebuie distribuite în termen de 12 luni de la data dobândirii.

În art. 76 din Regulamentul nr. 1/2006 se prevede că răscumpărarea acţiunilor proprii poate avea drept temei programele de oferire de opţiuni pe acţiuni salariaţilor, precum şi alte forme de alocare de acţiuni către salariaţi.

Aşadar, această excepţie reprezintă o facilitate legală acordată de lege societăţilor emitente de a duce la îndeplinire un program de stimulare a propriilor salariaţi prin alocarea de acţiuni;

d) **Dobândirii de către emitent a propriilor acţiuni, în urma retragerii din societate a acţionarilor care nu sunt de acord cu hotărârile luate în adunarea generală, în conformitate cu prevederile legale în vigoare**; (în caz de fuziune/diviziune, urmate de alocarea de acţiuni necotate, în cazul modificării caracterelor esenţiale ale societăţii – schimbarea sediului, a formei, a obiectului principal de activitate). Această măsură este aplicabilă şi în cazul retragerii acţionarilor din societate din cauza ieşirii emitentului de la tranzacţionare în baza hotărârii AGEA (conform regulilor din Dispunerea de măsuri a C.N.V.M. nr. 8/2006).

O asemenea dispoziţie este justificată, întrucât, în cazul retragerii din societate a acţionarilor nemulţumiţi de anumite hotărâri ale adunării generale, preţul tranzacţiei nu este stabilit conform legii cererii şi a ofertei, ci este determinat de către un evaluator independent în baza unor criterii prevăzute de lege;

e) **Fuziunii, divizării sau lichidării**. Prin identitate de raţiune cu cele expuse la punctul precedent, şi în cazul acestor operaţiuni avem de-a face cu un preţ al tranzacţiei stabilit pe baza altor criterii decât cele ale pieţei de capital, prin intermediul cererii şi a ofertei;

e^1) **Constituirii/majorării capitalului social al societăţilor comerciale, altele decât cele ale căror valori mobiliare sunt tranzacţionate pe piaţa de capital şi decât societăţile de servicii de investiţii financiare şi societăţile de administrare a investiţiilor, prin aport în natură reprezentând acţiuni emise de societăţi admise la tranzacţionare, a căror evaluare se face conform prevederilor Legii nr. 31/1990 privind societăţile comerciale**[1]. Raţiunea exceptării de la regimul juridic de drept comun privind compensare-decontarea efectuată în sistemul depozitarului central rezidă în aceea că transferul dreptului de proprietate nu se realizează în urma unei tranzacţii încheiate pe piaţa reglementată pe care sunt admise la tranzacţionare acţiunile aduse ca aport, ci în cadrul procedurii de majorare a capitalului social, conform regulilor de drept referitoare la aportul în natură. Societatea care îşi majorează capitalul social nu cumpără acţiunile tranzacţionate pe o piaţă reglementată, ci le primeşte ca aport în natură, transmiţând în schimbul lor subscriitorului dreptul de proprietate asupra propriilor acţiuni emise în cadrul majorării de capital social.

---

[1] Acest text legal a fost introdus prin Regulamentul C.N.V.M. nr. 2/2007 (M.Of. nr. 249 din 13 aprilie 2007).

f) **Punerii în executare a unei hotărâri judecătoreşti definitive şi irevocabile, investită cu formulă executorie.** În acest caz, preţul transmiterii dreptului de proprietate asupra acţiunilor este stabilit de către puterea judecătorească, acţiunile respective neputând face obiectul unei tranzacţii pe piaţă de capital până la executarea hotărârii judecătoreşti;

g) **Privatizării.** În această situaţie au fost avute în vedere justificări pur economice, legate de interesul trecerii din proprietatea statului în proprietate privată a unor pachete de acţiuni (majoritare sau nu). A primat interesul naţional al privatizării, al rentabilizării economiei. Din nefericire, în multe cazuri trecerea din patrimoniul statului în patrimoniul privat s-a făcut la preţuri inferioare valorii reale a acţiunilor, sub valoarea de tranzacţionare din momentul respectiv, acest fapt fiind facilitat şi de metoda de privatizare aleasă.

Din punct de vedere juridic şi din punct de vedere al obligaţiei de transparenţă şi de informare a publicului, o asemenea excludere de la tranzacţionarea pe o piaţă reglementată a acestor pachete de acţiuni nu se poate justifica. Cu toate acestea, nu am avut parte de „privatizări pe piaţă de capital", de-abia în ultimul timp şi pentru o serie de pachete reziduale, AVAS-ul luând decizia înstrăinării acestor acţiuni pe o piaţă reglementată;

g^1) **Achiziţionării de acţiuni de la Ministerul Finanţelor Publice sau de la alte entităţi abilitate legal, în cadrul procedurii executării creanţelor bugetare.** Recuperarea de către bugetul de stat a sumelor datorate de contribuabili prin vânzarea în cadrul procedurii de executare silită a acţiunilor emise de terţi şi care aparţin acestor contribuabili este scutită de regimul juridic de drept comun al compensării-decontării, întrucât transmiterea dreptului de proprietate nu se realizează printr-o tranzacţie efectuată în piaţă, ci potrivit regulilor speciale de executare silită a creanţelor bugetare.

g^2) **Transferului către S.C. Fondul Proprietatea S.A. al acţiunilor emise de societăţile menţionate în anexa Titlului VII al Legii nr. 247/2005 privind reforma în domeniile proprietăţii şi justiţiei, precum şi unele măsuri adiacente, cu modificările şi completările ulterioare, admise la tranzacţionare pe piaţa de capital.** Regimul juridic special conturat de normele care sunt incidente Fondului Proprietatea are în vedere obiectivul urmărit prin constituirea acestei persoane juridice, respectiv asigurarea unor despăgubiri pentru persoanele deposedate abuziv de dreptul de proprietate în timpul regimului comunist. Fondul Proprietatea nu cumpără acţiunile societăţilor prevăzute în legea specială, ci le primeşte cu titlu gratuit, fiind necesară, în aceste condiţii, aplicarea unei proceduri speciale în baza căreia se realizează transferul dreptului de proprietate de la statul român la Fondul Proprietatea;

g^3) **Transferului acţiunilor emise de S.C. Fondul Proprietatea S.A., din contul Ministerului Finanţelor Publice în contul persoanelor îndreptăţite conform prevederilor legale.** Acordarea de despăgubiri persoanelor îndreptăţite nu se realizează prin intermediul unor acte oneroase translative de proprietate realizate pe piaţa reglementată, ci prin intermediul unei proceduri aparte, conturate de normele speciale incidente. Nici nu s-ar putea realiza altfel, deoarece orice tranzacţie efectuată în piaţă presupune în mod necesar plata preţului pentru realizarea transferului dreptului de

B.C.U. „M. EMINESCU" IAŞI

proprietate, ori în cazul transmiterii acţiunilor emise de Fondul Proprietatea către persoanele îndreptăţite se urmăreşte plata unor despăgubiri, nefiind de conceput existenţa unei contraprestaţii din partea celor despăgubiţi, care au calitatea de creditori şi nu de cumpărători.

g^4) **Transferurilor de acţiuni realizate între o societate-mamă şi filialele sale sau între filialele aceleiaşi societăţi-mamă, cu avizul C.N.V.M.** Această excepţie este argumentată de necesitatea acordării libertăţii unor transferuri de acţiuni intragrup, atunci când cerinţele economice o impun. Ar fi excesiv să se impună unor societăţi din acelaşi grup să plătească un preţ de piaţă pentru aceste transferuri, iar pe de altă parte, astfel de tranzacţii ar putea avea un caracter manipulativ sau ar induce ideea unei manipulări, dacă s-ar efectua în piaţă, întrucât ar putea da semnale false celorlalţi participanţi la piaţă. Transferul trebuie să fie avizat de C.N.V.M., condiţia fiind impusă pentru a se evita încălcările de legislaţie, în sau o conduită abuzivă din partea conducerii grupului respectiv;

g^5) **Cumpărării/vânzării de către ofertant a acţiunilor în condiţiile art. 206 şi art. 207 din Legea nr. 297/2004** (introduse prin Regulamentul nr. 2/2007). Procedura specială aplicabilă exercitării drepturilor de *squeeze out* şi de *sell out*, regulile diferite în temeiul cărora este stabilit preţul tranzacţiei, impun exceptarea acestor transferuri de la regimul juridic de drept comun al compensării-decontării;

h) **Cererii de transfer din numele unuia dintre soţi în numele amândurora, ca deţinători în comun ai valorilor mobiliare.** Justificarea acestei excluderi are în vedere calitatea parţilor contractante, precum şi scopul (cauza) actului juridic respectiv;

i) **Actelor cu titlu oneros sau gratuit încheiate între rude sau afini până la gradul al patrulea inclusiv, şi/sau persoane juridice controlate de astfel de persoane, cu condiţia ca activitatea respectivelor persoane juridice să nu facă obiectul supravegherii şi autorizării C.N.V.M.,** cu îndeplinirea cumulativă a următoarelor condiţii:

- niciuna dintre părţile implicate într-o tranzacţie de acest gen nu este sau, ca rezultat al unei astfel de tranzacţii, nu devine acţionar semnificativ;
- volumul cumulat al acestor tranzacţii să nu depăşească într-o perioadă de 12 luni 1% din numărul totalul al valorilor mobiliare de acelaşi tip şi de aceeaşi clasă, puse în circulaţie de emitentul respectiv;
- actul încheiat între părţile menţionate să fie autentificat de un notar public.

Norma legală stabileşte în detaliu condiţiile în care operaţiunea respectivă constituie o tranzacţie exceptată, justificarea unei asemenea excluderi fiind similară cu cea existentă în cazul tranzacţiilor între soţi;

j) **Altor transmisiuni de drepturi, potrivit legilor speciale sau reglementărilor în vigoare, cu aprobarea expresă a C.N.V.M.**

Transferurile de proprietate asupra instrumentelor financiare sunt operate de către depozitarul central **în termen de 3 zile de la formularea cererii şi depunerea documentaţiei** complete cerute pentru fiecare caz în parte.

Conform art. 81 alin. (3) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005, în cazul efectuării transferurilor directe de proprietate asupra valorilor mobiliare, reprezentând cel puţin 10% din capitalul social al emitentului, depozitarul central are obligaţia **informării imediate a C.N.V.M. şi a pieţei reglementate** sau a sistemului alternativ

B.C.U. „M. EMINESCU" IAŞI

de tranzacţionare, după caz. De asemenea, depozitarul central trebuie să **raporteze** la **C.N.V.M.**, în termen de 3 zile lucrătoare de la înregistrare, **cererile de transfer direct de proprietate asupra valorilor mobiliare pe care le consideră cu un caracter contradictoriu** sau interpretabil, precum şi contestaţiile pe care le primesc cu privire la transferurile deja efectuate

Depozitarul central este **răspunzător**, potrivit art. 81 alin. (4) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005, în cazul în care va efectua transferurile directe de proprietate asupra valorilor mobiliare fără primirea unor instrucţiuni adecvate.

În cazul contractelor de garanţie financiară, reglementate de art. 172 din Legea nr. 297/2004, depozitarul central poate opera transferuri ale valorilor mobiliare ca efect al operaţiunilor de constituire de astfel de garanţii cu transfer de proprietate. Tot astfel, depozitarul central va opera transferuri directe de proprietate în cazul operaţiunilor de împrumut de valori mobiliare.

Transferurile valorilor mobiliare în aceste cazuri vor fi operate de către depozitarul central la data indicată de părţile implicate. Transferurile realizate de către depozitarul central între conturile proprii ale participanţilor la sistemul de compensare-decontare sunt condiţionate de depunerea documentaţiei complete.

Participanţii la sistemul depozitarului central pot opera transferuri ale valorilor mobiliare în sistemele de back-office proprii, ca efect al operaţiunilor de împrumut de valori mobiliare şi al operaţiunilor de constituire de garanţii financiare cu transfer de proprietate între clienţii proprii ale căror deţineri de valori mobiliare sunt evidenţiate în cadrul aceluiaşi cont global.

Contractul încheiat între depozitar şi emitenţi are un **caracter obligatoriu**, fiind impus printr-o normă imperativă a legii.

Capitolul V. Obligaţiile de notificare ale părţilor

Aceleaşi raţiuni care au determinat tratarea în cadrul aceluiaşi capitol a obligaţiilor principale ce izvorăsc din contractual de vânzare-cumpărare de acţiuni listate stau la baza prezentării unitare a obligaţiilor de notificare ale părţilor tranzacţiei.

Este de precizat că anumite obligaţii de notificare trebuie îndeplinite în mod direct de către părţi, iar altele sunt executate de către intermediarul autorizat-mandatar.

Obligaţiile de notificare ale părţilor tranzacţiei se bucură de o opozabilitate *erga omnes*, apropiindu-se din această perspectivă de obligaţiile reale. Obligaţiile de notificare sunt însă indisolubil legate de două instituţii juridice distincte: contractul de vânzare-cumpărare de acţiuni listate şi dreptul la informare al investitorilor (publicului). Obligaţiile de notificare nu au natura juridică de obligaţii reale, nefiind accesorii ale unui drept real[1], reprezentând efecte *sui generis* ale contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni listate.

---

[1] *C. Stătescu, C. Bîrsan*, Drept civil. Teoria generală a obligaţiilor, ed. a 9-a, Ed. Hamangiu, 2008, p. 9.

Secţiunea 1. Obligaţia de a informa emitentul, operatorul de piaţă şi C.N.V.M. în cazul în care, în urma vânzării, nivelul deţinerilor atinge sau scade sub un anumit nivel stabilit de normele legale

Această obligaţie incumbă numai acelor investitori, cumpărători sau vânzători ale căror deţineri, în urma tranzacţiei, ating sau scad sub un anumit nivel prestabilit de normele legale incidente. Ca atare, obligaţia de notificare respectivă nu revine oricăror subiecte de drept, ci unor subiecte calificate, datorită nivelului ridicat de acţiuni deţinut.

1.1. Reguli generale privind raportarea atingerii anumitor praguri de deţinere

Acţionarii societăţii emitente şi publicul trebuie să fie informaţi cu privire la orice modificare în structura acţionariatului care presupune atingerea, depăşirea sau scăderea sub unul din pragurile de **5%, 10%, 33%, 50%, 75%, 90% din totalul drepturilor de vot**, de către orice persoană fizică sau juridică, potrivit art. 116 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006. Aceste dispoziţii legale se aplică şi în cazul unei persoane fizice sau juridice care deţine, direct sau indirect, instrumente financiare care îi dau dreptul să achiziţioneze acţiuni la care sunt ataşate drepturile de vot, deja emise de un emitent ale cărui acţiuni sunt admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată.

În vederea calculării pragurilor de deţinere, emitentul este obligat **să facă public numărul total al acţiunilor emise şi al drepturilor de vot asociate** acestora la **sfârşitul fiecărei luni calendaristice** dacă în cursul acesteia a avut loc o majorare sau o micşorare a capitalului social/numărului drepturilor de vot.

1.2. Categorii de voturi luate în calcul la stabilirea incidenţei obligaţiei de raportare

Pentru a se evita tentativele care ar putea afecta transparenţa operaţiunilor pe piaţa de capital, obligaţia de raportare a atingerii acestor praguri funcţionează şi în privinţa următoarelor categorii de drepturi de vot:

a) drepturile de vot sunt deţinute de o terţă persoană, însă în contul respectivei persoane fizice sau juridice care a atins pragul respectiv;

b) drepturile de vot deţinute de o terţă persoană cu care persoana fizică/juridică respectivă a încheiat o convenţie privind exercitarea concertata a drepturilor de vot;

c) drepturile de vot deţinute de o terţă persoană cu care persoana fizică/juridică în cauză a încheiat un acord de transfer, cu titlu oneros, cu caracter temporar, a drepturilor de vot;

d) drepturile de vot deţinute de respective persoana fizică/juridică, aferente acţiunilor care sunt constituite garanţie, cu condiţia ca aceasta să controleze drepturile de vot şi să-şi exprime intenţia de a le exercita;

e) drepturile de vot aferente acţiunilor al căror uzufruct este deţinut pe viaţă de persoana respectivă;

f) drepturile de vot aferente acţiunilor aflate în posesia persoanei respective, pe care aceasta, în lipsa unei instrucţiuni contrare din partea proprietarului acţiunilor, poate să le exercite fără restricţii;

g) drepturile de vot exercitate de persoana respectivă în calitate de mandatar, pe care aceasta, în lipsa unei instrucţiuni contrare din partea proprietarului acţiunilor, poate să le exercite fără restricţii;

h) drepturile de vot deţinute sau care pot fi exercitate în condiţiile de la pct. b)-g) de o persoană aflată sub controlul respectivei persoane fizice sau juridice;

i) drepturile de vot deţinute de orice altă terţă persoană care acţionează concertat cu respectiva persoană fizică/juridică.

Obligaţia de raportare şi implicit de informare a publicului pe această cale subzistă şi în situaţia în care persoana respectivă deţine direct sau indirect **instrumente financiare** (spre exemplu drepturi de preferinţă) care îi dau posibilitatea să **achiziţioneze acţiuni la care sunt ataşate drepturile de vot.**

Conform art. 11 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2008 se consideră astfel de instrumente financiare, valorile mobiliare şi opţiunile, contractele *futures*, *swap-urile*, contractele *forward* pe rata dobânzii şi orice alte contracte derivate, în conformitate cu prevederile legale în vigoare, cu condiţia ca acestea să confere dreptul de a achiziţiona, exclusiv din propria iniţiativă a deţinătorului, în temeiul unui acord formal, acţiuni cărora le sunt ataşate drepturi de vot şi care sunt deja emise, ale unui emitent ale cărui acţiuni sunt admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată.

Pentru a fi declanşată obligaţia de raportare, deţinătorul instrumentului trebuie să posede, la scadenţă, fie dreptul necondiţionat de a achiziţiona acţiunile suport, fie libertatea de a achiziţiona sau nu asemenea acţiuni.

Prin acord formal se înţelege **un acord în baza căruia se nasc drepturi şi obligaţii** pentru părţi, conform legii aplicabile.

Deţinătorul acestor instrumente financiare care îi dau posibilitatea să achiziţioneze acţiuni la care sunt ataşate drepturile de vot are **obligaţia să consolideze** şi să notifice toate deţinerile de instrumentele financiare cu privire la acelaşi emitent de activ suport.

Procentul de drepturi de vot se calculează **în funcţie de numărul total de drepturi de vot şi capital** (acţiuni emise), conform ultimului anunţ realizat de emitent în temeiul art. 116 alin. (5) din Regulamentul nr. 1/2006, referitor la numărul total al acţiunilor emise şi al drepturilor de vot asociate acestora la sfârşitul fiecărei luni calendaristice dacă în cursul acesteia a avut loc o majorare sau o micşorare a capitalului social/numărului drepturilor de vot.

Dispoziţiile art. 11 alin. (5) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2008 prevăd că **notificarea se face către emitentul acţiunii suport şi C.N.V.M.**, în cazul în care România este statul membru de origine al acestui emitent.

1.3. Termenul de îndeplinire a obligaţiei de raportare a atingerii pragurilor de deţinere

Persoana respectivă care a atins aceste praguri are obligaţia să informeze, în **maximum 3 zile lucrătoare de la momentul luării la cunoştinţă a respectivei operaţiuni**, în mod concomitent, societatea, C.N.V.M şi piaţa reglementată pe care sunt tranzacţionate respectivele valori mobiliare. Notificarea trebuie să se realizeze prin raportare la toate acţiunile de aceeaşi clasă, care au drept de vot.

Termenul de 3 zile lucrătoare în care trebuie să se realizeze notificarea se **calculează începând cu ziua imediat următoare** datei la care acţionarul sau persoana fizică ori entitatea juridică:

a) ia cunoştinţă despre achiziţie sau înstrăinare ori de posibilitatea exercitării drepturilor de vot sau, având în vedere circumstanţele, ar fi trebuit să ia la cunoştinţă, indiferent care este data la care achiziţia, înstrăinarea sau posibilitatea exercitării drepturilor de vot devine efectivă, sau

b) ia cunoştinţă de operaţiunile prin care se ating pragurile respective, altele decât cele de achiziţie sau înstrăinare precizate la lit. a).

Acţionarul ori persoana fizică sau juridică care are obligaţia notificării atingerii pragurilor menţionate mai sus, se consideră că ia cunoştinţă despre achiziţia, înstrăinarea sau posibilitatea de exercitare a drepturilor de vot în cel mult două zile de tranzacţionare de la data tranzacţiei (art. 9 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2008).

În cazul instrumentelor financiare care dau dreptul la achiziţionarea de acţiuni ce au ataşate drepturi de vot obligaţia de notificare trebuie îndeplinită în acelaşi termen de trei zile lucrătoare. Cele trei zile lucrătoare sunt calculate prin utilizarea calendarului de tranzacţionare din statul membru de origine al emitentului [art. 7 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2008].

1.4. Titularul obligaţiei de notificare

Conform art. 8 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2008, obligaţia de notificare ce apare imediat ce procentul de drepturi de vot deţinut atinge, depăşeşte sau scade sub pragurile aplicabile, ca urmare a unor tranzacţii de tipul celor prevăzute la art. 116 alin. (2) din Regulamentul nr. 1/2006, constituie o **obligaţie individuală care revine fiecărui acţionar sau fiecărei persoane fizice sau juridice** sau ambelor categorii, în cazul în care procentul de drepturi de vot deţinute de către fiecare parte atinge, depăşeşte sau scade sub pragul aplicabil.

În cazul în care drepturile de vot sunt deţinute de o terţă persoană cu care persoana fizică/juridică respectivă a încheiat **o convenţie privind exercitarea concertată a drepturilor de vot** sau, fără a fi încheiată convenţie expresă, acţionează concertat cu respectiva persoană fizică/juridică obligaţia de notificare este o **obligaţie colectivă** care revine tuturor părţilor acordului [art. 8 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2008].

În cazul în care un acţionar acordă procură pentru o adunare a acţionarilor [art. 116 alin. (2) lit. h) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006], notificarea se poate face sub forma unei **notificări unice** în momentul acordării procurii, cu condiţia ca notificarea să specifice în mod clar situaţia care rezultă în urma operaţiunii, în privinţa drepturilor de vot, la momentul în care mandatarul (reprezentantul) nu va mai putea exercita drepturile de vot cum doreşte. Mai exact va trebuie precizat în notificare care este persoana care va influenţa exercitarea dreptului de vot de către mandatar (va emite instrucţiuni privind exercitarea dreptului de vot) după momentul în care mandatarul nu va putea să mai exercite acest drept potrivit voinţei sale proprii.

Potrivit art. 8 alin. (3) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2008, atunci când obligaţia de a efectua o notificare revine mai multor persoane fizice sau juridice, notificarea se poate face sub forma unei notificări comune unice. Cu toate acestea, utilizarea unei notificări comune unice **nu poate exonera** niciuna dintre persoanele fizice sau juridice în cauză de răspunderile care le revin în legătură cu notificarea.

În situația în care pragurile respective sunt atinse sau depășite de o **filială** a unei societăți-mamă, această entitate va fi exceptată de la obligația de informare, dacă informarea a fost realizată de societatea-mamă.

1.5. Excepții de la obligația notificării atingerii anumitor praguri de deținere

1.5.1. Tranzacțiile efectuate în vederea compensării pe termen scurt, ale custozilor și cele efectuate de *market makeri*

Dispozițiile art. 116 alin. (7) din Regulamentul nr. 1/2006 (modificat prin Regulamentul C.N.V.M. nr. 31/2006) stipulează că prevederile referitoare la **obligația de raportare în cazul atingerii unor praguri de deținere nu se aplică**:

a) în cazul acțiunilor achiziționate cu **scopul exclusiv al realizării compensării** în cadrul ciclului obișnuit de compensare pe termen scurt sau în cazul persoanelor care efectuează activități de custodie și dețin acțiunile în această calitate, cu condiția ca aceștia să exercite drepturile de vot aferente acțiunilor doar în conformitate cu instrucțiuni transmise în scris sau prin mijloace electronice;

b) în cazul unei achiziții sau înstrăinări de către un **formator de piață** (*market maker*) a unei dețineri ce conduce la atingerea, depășirea sau scăderea sub pragul de 5%, atunci când acesta acționează în calitatea sa de formator de piață, cu condiția ca acesta:

- să fie autorizat de către statul membru de origine în conformitate cu prevederile aplicabile ; și
- să nu intervină în managementul activității emitentului acțiunilor în cauză și nici să nu exercite vreo influență asupra acestuia de a cumpăra asemenea acțiuni sau a susține prețul acestora.

1.5.2. Tranzacțiile membrilor Sistemului European al Băncilor Centrale (ESCB) în activitatea lor ca autorități monetare

Dispozițiile art. 116 alin. (8) din Regulamentul nr. 1/2006 (modificat prin Regulamentul C.N.V.M. nr. 31/2006) stipulează că

- prevederile referitoare la obligația de raportare în cazul atingerii unor praguri de deținere [art. 116 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006] și
- prevederile referitoare la luare în considerare a drepturilor de vot deținute de o persoană fizică/juridică, aferente acțiunilor care sunt constituite garanție, nu se vor aplica în cazul acțiunilor oferite către sau de către **membrii Sistemului European al Băncilor Centrale (ESCB)** în activitatea lor ca autorități monetare, inclusiv acțiunile oferite către sau de către membrii ESCB în cadrul unui angajament de garantare sau răscumpărare sau a unui acord similar pentru lichidități deținute în scopul efectuării politicii monetare sau în cadrul sistemelor de plăți. Această excepție se va aplica în cazul în care tranzacțiile menționate mai sus se realizează pentru perioade scurte de timp, iar drepturile de vot aferente acțiunilor nu sunt exercitate.

1.5.3. Excepția neconsolidării deținerilor societății mamă a societății de administrare a investițiilor cu cele administrate de societatea de administrare a investițiilor

Societatea-mamă a unei **societăți de administrare a investițiilor** nu va avea obligația consolidării deținerilor, cu deținerile administrate de către societatea de administrare a investițiilor în conformitate cu regulile de administrare a OPCVM-urilor, cu condiția ca societatea de administrare a investițiilor să exercite drepturile sale de vot independent de societatea mamă.

Conform art. 116 alin. (9) din Regulamentul nr. 1/2006, prevederile art. 116 alin. (1) și (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, cu privire la obligația de raportare a atingerii unor praguri de deținere și la modul de calcul al drepturilor de vot se **aplică** în cazul în care entitatea-mamă sau o altă entitate controlată de către aceasta, are dețineri administrate de către societatea de administrare a investițiilor, iar respectiva societate de administrare a investițiilor **nu exercită în mod liber drepturile de vot** aferente deținerilor și poate exercita respectivele drepturi doar în cazul primirii unor instrucțiuni directe sau indirecte din partea entității-mamă sau unei alte entități controlate de către aceasta.

În vederea **aplicării excepției de la consolidarea participațiilor**, o entitate-mamă (societate-mamă) a unei societăți de administrare a investițiilor trebuie să respecte următoarele **condiții** [art. 10 alin. (1) Regulamentul nr. 1/2008]:

(a) nu trebuie să intervină prin acordarea de instrucțiuni directe sau indirecte sau prin orice alte mijloace, în exercitarea drepturilor de vot deținute de respectiva societate de administrare a investițiilor sau firmă de investiții;

b) respectiva societate de administrare a investițiilor sau firmă de investiții trebuie să fie liberă să exercite, independent de entitatea-mamă, drepturile de vot aferente activelor pe care le administrează.

O entitate-mamă care dorește să beneficieze de excepție trebuie **să notifice**, fără întârziere, **C.N.V.M.**, dacă România este statul membru de origine al emitenților ale căror drepturi de vot sunt aferente participațiilor administrate de societățile de administrare a investițiilor, următoarele **informații** [art. 10 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2008]:

a) o listă a denumirilor societăților de administrare a investițiilor respective, indicând autoritățile competente care le supraveghează sau lipsa unei autorități competente de supraveghere, dar fără referire la emitenții în cauză; lista trebuie permanent actualizată;

b) o declarație că, în cazul fiecărei asemenea societăți de administrare a investițiilor, entitatea-mamă îndeplinește condițiile prevăzute la alin. (1) al art. 10 din Regulamentul nr. 1/2008.

Conform art. 10 alin. (3) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2008, în cazul în care entitatea-mamă intenționează să beneficieze de excepție numai cu privire la instrumentele financiare care îi dau dreptul să achiziționeze acțiuni la care sunt atașate drepturile de vot [art. 16 alin. (6) Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006], aceasta notifică C.N.V.M., în calitate de autoritate competentă din statul membru de origine al emitentului, **numai lista denumirilor societăților de administrare**, la care fac referire dispoziţiile din cuprinsul lit. a) a art. 10 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2008.

O entitate-mamă a unei societăţi de administrare a investiţiilor sau a unei firme de investiţii este ţinută **să demonstreze la cerere C.N.V.M.**, în cazul în care România este statul membru de origine al emitentului [art. 10 alin. (4) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2008], că:

a) structurile organizatorice ale entităţii-mamă şi societăţii de administrare a investiţiilor sunt de aşa natură încât permit exercitarea drepturilor de vot independent de entitatea-mamă;

b) persoanele care decid asupra modalităţii de exercitare a drepturilor de vot acţionează independent;

c) în cazul în care entitatea-mamă este un client al propriei societăţi de administrare a investiţiilor sau deţine participaţii în activele administrate de societatea de administrare a investiţiilor, există un mandat clar, în scris, pentru o relaţie de independenţă reciprocă între entitatea-mamă şi societatea de administrare a investiţiilor sau firma de investiţii.

Obligaţia privind probarea unor structuri organizatorice diferite a societăţii-mamă de cea a societăţii de administrare a investiţiilor implică cel puţin dovedirea faptului că entitatea mamă şi societatea de administrare a investiţiilor au instituit politici şi proceduri scrise, concepute în mod rezonabil pentru a preveni distribuirea de informaţii între entitatea-mamă şi societatea de administrare a investiţiilor în ceea ce priveşte exercitarea drepturilor de vot.

1.5.4. Excepţia neconsolidării deţinerilor societăţii-mamă a unei firme de investiţii cu cele administrate de firma de investiţii

O firmă de investiţii-mamă la nivelul unui stat membru reprezintă o firmă de investiţii autorizată într-un stat membru, care are ca filială o instituţie de credit, o firmă de investiţii sau o altă instituţie financiară ori care deţine o participaţie într-o astfel de entitate, şi care nu este ea însăşi o filială a unei alte instituţii de credit sau firme de investiţii, autorizate în acelaşi stat membru, sau o filială a unei societăţi financiare holding înfiinţate în acelaşi stat membru [art. 7 alin. (1) pct. 7 din O.U.G. nr. 99/2006].

Conform art. 4 alin. (1) pct. 1 din Directiva Parlamentului European nr. 2004/39/CE-MIFID, **„firmă de investiţii"** înseamnă orice persoană juridică a cărei ocupaţie sau activitate obişnuită constă în furnizarea unuia sau mai multor servicii de investiţii terţilor şi în exercitarea uneia sau mai multor activităţi de investiţii cu titlu profesional. Noţiunea de "firmă de investiţii" este echivalentă cu cea de „societate de servicii de investiţii financiare".

Entitatea mamă a unei **firme de investiţii** autorizată în conformitate cu prevederile aplicabile **nu va avea obligaţia consolidării deţinerilor proprii cu cele pe care firma de investiţii le administrează pentru fiecare client în parte**, în accepţiunea art. 5 alin. (1) lit. d) din Legea nr. 297/2004 (administrarea portofoliilor de conturi individuale ale investitorilor, pe bază discreţionară, cu respectarea mandatului dat de aceştia, atunci când aceste portofolii includ unul sau mai multe instrumente financiare), dacă sunt îndeplinite următoarele condiţii:

a) firma de investiţii este autorizată să efectueze operaţiuni de administrare a portofoliului în conformitate cu reglementările privind serviciile de investiţii financiare;

b) firma de investiţii poate să exercite drepturile de vot aferente acţiunilor doar în conformitate cu instrucţiuni transmise în scris sau prin mijloace electronice sau se asigură de faptul că serviciile de administrare a portofoliului se desfăşoară independent de alte servicii, în condiţii echivalente cu regulile de administrare a O.P.C.V.M.-urilor, prin crearea unor mecanisme corespunzătoare;

c) firma de investiţii exercită drepturile de vot aferente acţiunilor independent de entitatea-mamă.

Pe de altă parte, în vederea aplicării **excepţiei de la consolidarea participaţiilor dintre societatea mamă şi filialele sale-firme de investiţii**, entitatea-mamă a unei firme de investiţii trebuie să respecte următoarele condiţii:

a) nu trebuie să intervină prin acordarea de instrucţiuni directe sau indirecte sau prin orice alte mijloace, în exercitarea drepturilor de vot deţinute de respectiva firmă de investiţii;

b) respectiva firmă de investiţii trebuie să fie liberă să exercite, independent de entitatea-mamă, drepturile de vot aferente activelor pe care le administrează.

O entitate-mamă care doreşte să beneficieze de excepţie este ţinută să **notifice**, fără întârziere, C.N.V.M., dacă România este statul membru de origine al emitenţilor ale căror drepturi de vot sunt aferente participaţiilor administrate de firmele de investiţii, următoarele informaţii:

a) o listă a denumirilor firmelor de investiţii respective, indicând autorităţile competente care le supraveghează sau lipsa unei autorităţi competente de supraveghere, dar fără referire la emitenţii în cauză; lista trebuie actualizată continuu

b) o declaraţie că, în cazul fiecărei asemenea firme de investiţii, entitatea-mamă îndeplineşte condiţiile prevăzute la alin. (1) al art. 10 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2008.

Conform art. 10 alin. (3) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2008, în cazul în care entitatea-mamă intenţionează să beneficieze de excepţie numai cu privire la instrumentele financiare care îi dau dreptul să achiziţioneze acţiuni la care sunt ataşate drepturile de vot [art. 16 alin. (6) Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006], aceasta notifică C.N.V.M., în calitate de autoritate competentă din statul membru de origine al emitentului, numai lista denumirilor societăţilor de administrare, precizată la lit. a) a art. 10 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2008.

Prevederile privind raportarea pragurilor de deţinere şi modul de calcul al drepturilor de vot [art. 116 alin. (1) şi (2) din Regulamentul nr. 1/2006] se aplică în cazul în care entitatea-mamă sau o altă entitate controlată de către aceasta, are deţineri administrate de către firma de investiţii, iar respectiva firmă de investiţii nu exercită în mod liber drepturile de vot aferente deţinerilor şi poate exercita respectivele drepturi doar în cazul primirii unor instrucţiuni directe sau indirecte din partea entităţii-mamă sau unei alte entităţi controlate de către aceasta.

1.6. Prerogativele autorității pieței de capital și obligațiile societății emitente cu privire la îndeplinirea obligației vânzătorului/cumpărătorului de raportare

C.N.V.M. poate solicita **emitenților, administratorilor emitenților, să efectueze raportările** cerute de normele legale incidente și să le ceară informații suplimentare. C.N.V.M. poate să facă public faptul că emitentul sau persoanele sus-menționate nu și-au îndeplinit obligațiile de informare."

Tot astfel, C.N.V.M. poate solicita efectuarea raportărilor legale și transmiterea de informații suplimentare și **persoanelor:**

- care ating pragurile de deținere sus-menționate, fie direct, fie indirect, cu luarea în considerare a modului de calcul al numărului drepturilor de vot prevăzut în cadrul art. 116 alin. (2) din Regulamentul nr. 1/2006;
- care dețin direct sau indirect instrumente financiare (spre exemplu drepturi de preferință) care îi dau posibilitatea să achiziționeze acțiuni la care sunt atașate drepturile de vot.

Societatea admisă la tranzacționare pe o piață reglementată, care a primit o informare de la un acționar-vânzător ale cărui dețineri au coborât sub pragurile menționate mai sus, trebuie **să aducă la cunoștința publicului respectiva operațiune, în maximum 3 zile lucrătoare**, potrivit art. 228 alin. (3) din Legea nr. 297/2004 privind piața de capital.

Societatea emitentă trebuie să facă **public lunar numărul acțiunilor emise** și al drepturilor de vot asociate acestora, în cazul în care pe parcursul lunii respective a intervenit o schimbare a numărului drepturilor de vot, respectiv o majorare sau micșorare a capitalului social.

Secțiunea a 2-a. Obligația de a notifica tranzacția C.N.V.M. și emitentului în cazul în care vânzătorul sau cumpărătorul este o persoană inițiată

Vânzătorul sau cumpărătorul unor acțiuni admise la tranzacționare pe o piață reglementată sau într-un sistem alternativ de tranzacționare poate să dețină calitatea de persoană inițiată. Într-o asemenea situație, părțile tranzacției au o obligație suplimentară izvorâtă din încheierea tranzacției bursiere, fiind un efect juridic *sui generis* al acesteia. Asemănător obligației de notificare a atingerii unui anumit nivel de deținere sau a scăderii sub anumite praguri de deținere, și această obligație incumbă unor subiecte calificate, elementul de distincție față de investitorii obișnuiți reprezentându-l accesul la informații cu caracter privilegiat.

Instituția juridică a persoanei inițiate este conturată prin normele juridice din cadrul art. 148 alin. (1) și (2), art. 149 alin. (4) și art. 150 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006.

Dispozițiile art. 150 alin. (1), normă de trimitere, stabilesc drept persoane inițiate (care au acces la informații privilegiate) anumite categorii de persoane enumerate în cadrul art. 148 alin. (1) și (2), art. 149 alin. (4).

Prima categorie de persoane inițiate este aceea a celor care exercită funcții de conducere, descrisă în cadrul art. 148 alin. (1):

a) membrii organelor administrative, de conducere și de control ale emitentului;

b) directorii executivi, fără a fi membri al organelor menționate la lit. a) având atât acces regulat la informații privilegiate referitoare în mod direct sau indirect la emitent, cât și puterea de a lua decizii de natură să influențeze dezvoltarea viitoare și planurile de afaceri ale emitentului.

Conform art. 148 alin. (2), dețin calitatea de persoane inițiate și cele care au relații apropiate cu persoanele care exercită funcții de conducere:

a) soțul/soția persoanei exercitând funcții de conducere în cadrul emitentului sau orice alt partener al acestei persoane asimilat soțului/soției;

b) copilul aflat în îngrijirea persoanei exercitând funcții de conducere în cadrul emitentului;

c) alte rude ale persoanei exercitând funcții de conducere în cadrul emitentului cu care a locuit cel puțin un an anterior datei respectivei tranzacții;

d) orice persoană juridică aflată în una din următoarele situații:

1. este condusă de o persoană dintre cele prevăzute la alin. (1) sau la lit. a), b) și c) ale prezentului alineat; sau

2. este controlată direct sau indirect de una dintre persoanele prevăzute la alin. (1) sau la lit. a), b) și c) ale prezentului alineat; sau

3. este înființată pentru beneficiul uneia dintre persoanele prevăzute la alin.(1) sau la lit. a), b) și c) ale prezentului alineat; sau

4. ale cărei interese economice, sunt similare/echivalente cu cele ale uneia dintre persoanele prevăzute la alin.(1) sau la lit. a), b) și c).

Potrivit art. 149 alin. (4) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, sunt prezumate *iuris et de iure* a avea acces la informații privilegiate și nu este necesară dovedirea faptului că acestea cunoșteau că anumite informații sunt privilegiate, următoarele persoane:

a) membrii consiliului de administrație și membrii conducerii executive a societății comerciale, a filialelor sale și ai societăților controlate de aceasta;

b) angajații societății comerciale, ai filialelor sale sau ai societăților comerciale controlate de aceasta care, prin activitatea desfășurată, pot avea acces la astfel de informații (contabili, consilieri juridici, personalul secretariatului etc.);

c) persoanele care prestează servicii profesionale pentru societatea comercială, filialele sale sau pentru societățile comerciale controlate de aceasta și care au acces la astfel de informații (auditori, avocați, consultanți etc.);

d) acționarii semnificativi ai societății comerciale; dacă aceștia sunt persoane juridice, membrii consiliului lor de administrație și membrii conducerii lor executive;

e) toate persoanele cunoscute că au obținut astfel de informații de la persoanele menționate la lit. a)-d);

f) toate persoanele care acționează concertat cu persoanele prevăzute la lit. a)-e);

g) toate filialele societății comerciale.

Potrivit art. 150 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, persoanele care au acces la informații privilegiate au obligația **să notifice C.N.V.M. și emitentului toate tranzacțiile efectuate în cont propriu cu acțiuni admise la tranzacționare pe o piață reglementată** emise de emitentul în relație cu care aceste persoane sunt considerate ca fiind inițiate sau cu instrumente financiare derivate sau alte instrumente financiare asociate acestora. Notificarea se face în termen de cel mult cinci zile lucrătoare de la data tranzacției. După cum se poate observa suntem în prezența unei obligații de raportare ce aparține investitorului însuși și nu intermediarului autorizat prin mijlocirea căruia se realizează operațiunile pe piața reglementată în contul investitorului.

Intermediarul prin care se realizează tranzacțiile persoanelor care au acces la informații privilegiate are **obligația notificării operatorului pieței reglementate** cu privire la respectivele tranzacții, de îndată, astfel încât să permită pieței să facă publică informația respectivă înainte de începerea următoarei ședințe de tranzacționare. În vederea realizării notificării, intermediarul are obligația de a cere, iar persoanele implicate au obligația de a dezvălui respectivului intermediar calitatea de persoană inițiată.

Capitolul VI. Obligația de garanție a vânzătorului

Teoretic, ambele aspecte ale obligației de garanție, atât garanția pentru **evicțiune**, cât și garanția pentru **vicii ascunse** subzistă în cazul tranzacției bursiere.

Secțiunea 1. Garanția pentru evicțiune

În practică, este greu de conceput, datorită mecanismelor juridice și tehnice de transmitere a dreptului de proprietate asupra instrumentelor financiare, existența unei situații în care să se ridice problema evicțiunii.

În primul rând, intermediarul autorizat prin mijlocirea căruia vânzătorul încheie tranzacția este ținut de prevederile art. 183 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006 să nu efectueze nicio tranzacție în cazul în care vânzătorul nu deține în cont instrumentele financiare în privința cărora a emis ordinul de vânzare.

Apoi, o tranzacție nu-și va produce efectele în ipoteza în care nu va exista prevalidarea instrumentelor financiare de sistemul depozitarului central, în sensul stabilirii identității între vânzătorul titlurilor și proprietarul acestora.

În sfârșit, operatorul de piață instituie și menține mecanisme pentru invalidarea tranzacțiilor eronate, operând într-o asemenea situație rezoluțiunea contractului de vânzare-cumpărare de instrumente financiare.

Nu în ultimul rând, trebuie precizat faptul că un investitor, care este adevăratul proprietar al unor acțiuni tranzacționate pe o piață reglementată, nefiind înscris ca titular al acestora la depozitarul central, va fi dificil să obțină în justiție obligarea titularului înscrierii în cont la restituirea acțiunilor în cazul în care acesta le-a achiziționat cu bună-credință, întrucât devine aplicabil principiul *error comunis facit ius*.[1] Într-o astfel de situație nu va putea exista evicțiune.

---

[1] După cum am arătat mai sus, legiuitorul francez a stabilit inadmisibilitatea acțiunii în revendicare împotriva celui care deține cu bună-credință în contul său anumite instrumente financiare.

În cazul în care este vorba de vânzarea unui pachet de acţiuni în cadrul procesului de privatizare, situaţie vizată de art. 81 alin. (1) lit. g) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005, operează un transfer direct de proprietate, şi nu o tranzacţie bursieră, fiind vorba de o vânzare de acţiuni listate, care sunt excluse de la regimul juridic aplicabil acestora. Într-o asemenea situaţie nu mai operează mecanismele de garantare ale siguranţei transferului dreptului de proprietate de la proprietarul acţiunilor la cumpărător, existând, absolut teoretic, un risc mai ridicat al apariţiei unei evicţiuni din partea unui terţ. Într-o asemenea situaţie însă, calitatea de vânzător o are statul, prin Ministerul Economiei sau prin mijlocirea A.V.A.S., fiind în mod practic greu de conceput, însă nu imposibil, faptul ca statul să vândă acţiuni în privinţa cărora alte persoane pot invoca cu succes preexistenţa unui drept real[1].

Cu totul altfel stau lucrurile în situaţia celorlalte cazuri de transferuri directe de proprietate, în special în cazul succesiunii, ieşirii din indiviziune sau a executării unor contracte de garanţie financiară, ori în situaţia împrumutului de acţiuni. În aceste cazuri, riscul unei evicţiuni este teoretic similar cu cel existent în cazul vânzării oricăror bunuri în privinţa cărora există un sistem de publicitate (carte funciară, arhivă electronică etc.). Sistemul de înregistrare a acţiunilor listate (cu mecanismele sus-menţionate privind prevalidarea), operat de depozitarul central, este însă de natură să evite riscurile existente în general în cazul transmiterii dreptului de proprietate asupra bunurilor mobile.

Pe de altă parte, conform art. 81 alin. (4) din Regulamentul C.N.V.M nr. 13/2005, depozitarul central va fi răspunzător în cazul în care va efectua transferurile directe de proprietate asupra valorilor mobiliare fără primirea unor instrucţiuni adecvate. Apare astfel o garanţie legală suplimentară în vederea evitării şi, dacă este cazul, acoperirii riscurilor prejudicierii adevăratului proprietar.

De altfel, tot în vederea evitării unei posibile evicţiuni, depozitarul central este ţinut să raporteze la C.N.V.M., în termen de 3 zile lucrătoare de la înregistrare, cererile de transfer direct de proprietate asupra valorilor mobiliare pe care le consideră cu un caracter contradictoriu sau interpretabil, precum şi contestaţiile pe care le primesc cu privire la transferurile deja efectuate [art. 81 alin. (5) din Regulamentul nr. 13/2005].

În concluzie, nu există niciun motiv pentru care acţiunea în garanţie pentru evicţiune în cazul acţiunilor listate nu ar fi admisibilă, chiar dacă o astfel de situaţie este relativ greu de întâlnit în practică.

Obligaţia de garanţie a vânzătorului pentru evicţiune există şi faţă de subdobânditori[2], aspect extrem de important în relaţiile comerciale derulate pe piaţa de capital, caracterizate de înstrăinări rapide, uneori de mai multe ori pe parcursul aceleaşi zile, a instrumentelor financiare admise la tranzacţionare.

În cazul unor revânzări succesive, acţiunea în garanţie poate fi introdusă şi de un subdobânditor subsecvent direct împotriva primului vânzător (sau vânzătorului de rea-credinţă, care cunoştea riscul evicţiunii), întrucât acest subdobânditor a primit, în contractul de vânzare-cumpărare în care a fost parte, de la vânzătorul său, pe lângă bunurile care au făcut obiectul contractului, şi toate accesoriile, inclusiv dreptul de a pretinde garanţia împotriva evicţiunii[1].

---

[1] Pentru a opera garanţia pentru evicţiune, dreptul invocat de terţ poate fi un drept real şi nu în mod necesar dreptul de proprietate, *Fr. Deak*, op. cit., p. 78.

[2] *Fr. Deak*, op. cit., p. 74.

În cazul tranzacţiei bursiere propriu-zise avem de-a face cu o obligaţie a intermediarului autorizat, mandatar al vânzătorului, de a răspunde pentru evicţiune faţă de cumpărător sau de subdobânditor. În cazul tranzacţiei bursiere, vânzătorul nu intră niciodată în raporturi juridice directe cu cumpărătorul, ci numai cu intermediarul autorizat (S.S.I.F. sau instituţie de credit) cu care încheie un contract de mandat fără reprezentare, acesta din urmă fiind răspunzător pentru executarea obligaţiilor principale din cadrul contractului de vânzare-cumpărare de instrumente financiare. În acelaşi timp, în raporturile juridice create pe piaţa de capital părţile nu cunosc, de regulă, identitatea co-contractantului (cu excepţia tranzacţiilor încheiate pe Piaţa Deal). În aceste condiţii, apreciem ca fiind pe deplin aplicabilă în cazul tranzacţiilor bursiere soluţia instanţei supreme evocate de profesorul Deak[2], în sensul **existenţei unei răspunderi pentru evicţiune a intermediarului** care s-a comportat ca un vânzător aparent, acţionând în baza unui contract de mandat fără reprezentare.

Secţiunea a 2-a. Garanţia pentru vicii

În ceea ce priveşte garanţia pentru vicii, aceasta ar putea apărea improprie în raport cu obiectul contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni, bunuri mobile incorporale.

În literatura juridică[3] s-a exprimat opinia potrivit căreia garanţia pentru vicii „este inaplicabilă datorită specificului tranzacţiei bursiere, nefiind imaginabilă o situaţie în care valorile mobiliare să prezinte vicii ascunse".

Cu toate acestea, apreciem că este necesară **conturarea unei veritabile răspunderi a vânzătorului pentru vicii ascunse în situaţia în care este nerespectat dreptul la informare al investitorilor**, iar cumpărătorul achiziţionează acţiuni ale unui emitent listat fără a cunoaşte date esenţiale în legătură cu poziţia economică a acestuia sau în legătură cu obligaţiile asumate. Avem în vedere desigur situaţia în care vânzătorul cunoaşte anumite informaţii care au un caracter confidenţial în momentul încheierii contractului.

În cazul acţiunilor netranzacţionate pe o piaţă reglementată, o astfel de garanţie pentru vicii ascunse este vădit diluată faţă de situaţia acţiunilor listate pe o astfel de piaţă, datorită aplicării unor norme juridice vădit mai inconsistente în materia dreptului la informare.

Pe de altă parte, dorim să subliniem faptul că garanţia pentru vicii în cazul societăţilor se întrepătrunde cu instituţia juridică a utilizării abuzive a informaţiilor privilegiate. Un acţionar care cunoaşte anumite informaţii nediseminate încă publicului, este subiectul unei obligaţii legale de abţinere de la tranzacţionare, conform art. 245 din Legea nr. 297/2004. În cazul în care el încheie o tranzacţie cunoscând o informaţie cu caracter privilegiat săvârşeşte fapta ilicită de tranzacţionare în baza informaţiilor privilegiate, dar, totodată, transmite cumpărătorului bunuri afectate de vicii ascunse.

---

[1] *C. Toader*, Evicţiunea în contractele civile, Ed. All, Bucureşti, 1997, p. 27.

[2] Trib. Suprem, col., dec. nr. 2257/1955, în CD, vol. I, p. 59-61, în *Fr. Deak*, op. cit., p. 74.

[3] *A. Ţuţuianu*, Piaţa de capital. Regimul juridic aplicabil participanţilor, Ed. Hamangiu, Bucureşti, 2007, p. 631.

În principiu, categoriile de informaţii care trebuie aduse la cunoştinţa investitorilor sunt enumerate în art. 224-228 din Legea nr. 297/2004 şi în reglementările C.N.V.M. din cadrul Regulamentului nr. 1/2006, emise în aplicarea acestora.

Potrivit art. 224 alin. (3) din Legea nr. 297/2004, societatea emitentă trebuie să:

a) să informeze acţionarii cu privire la organizarea adunărilor generale şi să permită acestora să-şi exercite drepturile de vot;

b) să informeze publicul cu privire la alocarea şi plata dividendelor, emiterea de noi acţiuni, inclusiv operaţiunile de distribuire, subscriere, renunţare şi conversie;

Dispoziţiile art. 113 lit. A din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006 prevăd că emitenţii trebuie să informeze publicul cu privire la:

a) hotărârea consiliului de administraţie/altor organe abilitate, referitoare la convocarea adunării generale sau la ţinerea unei şedinţe a consiliului de administraţie care urmează să delibereze în vederea exercitării atribuţiilor delegate de AGEA, în conformitate cu art. 114 din Legea nr. 31/1990;

b) convocarea adunării generale a acţionarilor;

c) hotărârile adunărilor generale ale acţionarilor sau ale consiliului de administraţie, luate în exercitarea atribuţiilor delegate de AGEA, în conformitate cu prevederile art. 114 din Legea nr. 31/1990;

d) schimbări în controlul asupra societăţii comerciale, inclusiv schimbări în controlul entităţii care deţine controlul asupra societăţii comerciale;

e) schimbări în conducerea societăţii comerciale (înregistrarea la ORC a respectivei schimbări sau intrarea în vigoare a respectivei schimbări);

f) schimbarea auditorului societăţii şi cauzele care au dus la această modificare (înregistrarea la ORC a respectivei schimbări sau intrarea în vigoare a respectivei schimbări);

g) încetarea sau reducerea relaţiilor contractuale care au generat cel puţin 10% din veniturile societăţii în exerciţiul financiar anterior;

h) publicarea proiectului de fuziune/divizare în Monitorul Oficial al României;

i) schimbări în caracteristicile şi/sau drepturile aferente diferitelor clase de valori mobiliare inclusiv schimbări în drepturile ataşate instrumentelor derivate emise de emitent ce conferă drepturi asupra acţiunilor emise de acesta (înregistrarea la ORC a respectivei schimbări sau intrarea în vigoare a respectivei schimbări);

j) litigii în care este implicată societatea comercială;

k) iniţierea unei proceduri de încetare, respectiv de reluare a activităţii, iniţierea şi încheierea procedurii de dizolvare, a reorganizării judiciare sau a falimentului;

l) operaţiunile extrabilanţiere cu efecte semnificative asupra rezultatelor financiare ale emitentului.

Deosebită relevanţă prezintă dispoziţiile art. 113 lit. B) din aceeaşi reglementare C.N.V.M. care enumeră exemplificativ şi nu limitativ categoriile de informaţii privilegiate care trebuie diseminate către public:

a) schimbări în obligaţiile societăţilor comerciale care pot afecta semnificativ activitatea sau situaţia patrimonială a societăţii comerciale;

b) achiziţii sau înstrăinări substanţiale de active. Termenul „achiziţie" nu se referă numai la cumpărări, ci include achiziţii sub formă de leasing sau orice alte metode prin care se pot obţine active. În mod similar, termenul „înstrăinare" nu se referă numai la vânzare, ci poate include contracte de leasing, schimb etc., precum şi casare, abandonare sau distrugere de active. Achiziţiile sau înstrăinările de active vor fi considerate substanţiale, dacă activele reprezintă cel puţin 10% din valoarea totală a activelor societăţii comerciale fie înainte, fie după tranzacţia respectivă;

c) contracte încheiate de societate a căror valoare depăşeşte 10% din cifra de afaceri netă aferentă ultimelor situaţii financiare anuale sau contracte încheiate în afara activităţii curente a societăţii;

d) realizarea unui produs sau introducerea unui serviciu nou sau a unui proces de dezvoltare ce afectează resursele societăţii comerciale.

Publicul, investitorii, trebuie să fie informaţi cu privire la situaţiile financiare trimestriale, semestriale şi anuale, rapoartele respective fiind necesar să conţină anumite informaţii obligatorii, expres prevăzute de normele legale incidente (art. 113 lit. C-E din Regulamentul nr. 1/2006). Tot astfel, dreptului la informare al investitorilor îi corespunde şi obligaţia corelativă a emitentului de a disemina public rapoartele suplimentare întocmite la cererea acţionarilor ce deţin minim 5% din capitalul social, conform art. 259 din Legea nr. 297/2004, rapoartele privind plata dividendelor şi notificările referitoare la modificările capitalului social. Tot astfel, investitorii trebuie să fie informaţi cu privire la deţinerile importante ale acţionarilor unui emitent, atunci când acestea depăşesc sau scad sub pragurile de 5%, 10%, 20%, 33%, 50%, 75% sau 90% din totalul drepturilor de vot.

Considerăm că trebuie recunoscut cumpărătorului de acţiuni listate pe o piaţă reglementată un drept la acţiunea estimatorie şi un drept la acţiunea redhibitorie, mai ales în contextul în care informarea completă a investitorilor cu privire la poziţia economică a emitentului reprezintă o componentă centrală a principiului transparenţei pieţei de capital.

Obligaţia de informare incumbă societăţii emitente. Cu toate acestea, apreciem ca fiind pe deplin aplicabil art. 1708 alin. (1) NCC, în sensul existenţei unei răspunderi a vânzătorului indiferent dacă a cunoscut sau nu viciile obiectului vânzării, în lipsa unei convenţii contrare.

Se ridică în aceste circumstanţe problema întinderii răspunderii acelor acţionari, care au calitatea de vânzători, dar şi de persoane care cunosc informaţii cu caracter privilegiat, adică nediseminate încă publicului, având statutul de persoane iniţiate.

În situaţia introducerii acţiunii redhibitorii, apreciem că sunt incidente dispoziţiile art. 1710 alin. (1) NCC, având relevanţă şi calitatea de persoană iniţiată a vânzătorului, răspunderea acestuia fiind antrenată, atât pentru preţul plătit, cât şi pentru toate prejudiciile suferite de cumpărător.

În cazul în care vânzătorul nu cunoştea informaţiile nediseminate către public care au natura de vicii ale vânzării, el se va putea prevala de dispoziţiile art. 1710 alin. (2) NCC, răspunderea sa fiind limitată la preţul plătit şi la cheltuielile cumpărătorului ocazionate de vânzare. În cazul în care vânzătorul este prezumat a avea acces la informaţii privilegiate, în temeiul art. 149 alin. (4) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006 (spre exemplu, este administrator, acţionar semnificativ etc.), pentru a beneficia de prevederile art. 1710 alin. (2) NCC, va fi obligat să răstoarne această prezumţie relativă. În situaţia în care vânzătorul se găseşte pe lista persoanelor care au acces la informaţii privilegiate întocmită de emitent potrivit art. 149 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, considerăm că nu se va putea prevala de dispoziţiile art. 1357 C.civ. decât dacă probează că a fost înscris din eroare sau cu rea-credinţă pe respectiva listă şi că nu putea avea acces la respectiva informaţie care generează caracterul de viciu ascuns al obiectului tranzacţiei datorită atitudinii persoanelor din conducerea emitentului sau care controlează emitentul. Avem în vedere în acest caz în special situaţia acţionarul semnificativ care nu deţine controlul asupra emitentului şi care nu acţionează concertat cu acţionarul majoritar (care deţine controlul).

În ipoteza în care există în cadrul contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni (în ipoteza în care are loc spre exemplu, un transfer direct de proprietate în cadrul procesului de privatizare) clauze privind obligaţia de garanţie a vânzătorului, cumpărătorul poate opta între acţiunea redhibitorie sau estimatorie, şi o acţiune în rezoluţiune pentru neîndeplinirea obligaţiei pe temei contractual.

În practică, se pune problema raportului dintre viciul de consimţământ al erorii (sau dolului) şi viciile ascunse ale obiectului vânzării, în cazul acţiunilor fiind vorba, astfel cum am menţionat mai sus, de absenţa unor informaţii esenţiale referitoare la emitent. O astfel de dilemă apare în situaţia în care cumpărătorul intenţionează să lipsească de eficacitate contractul de vânzare-cumpărare datorită faptului că acţiunile cumpărate au o valoare reală vădit mai scăzută datorită obligaţiilor emitentului pe care nu le-a cunoscut la data încheierii tranzacţiei.

În situaţia vizată de art. 1207 alin. (2) pct. 2 NCC, cumpărătorul poate să acţioneze pe temeiul erorii asupra substanţei obiectului convenţiei (*error in substantiam*), introducând o acţiune în anularea contractului de vânzare-cumpărare. El va trebui să probeze că a avut o „falsă reprezentare asupra calităţilor substanţiale ale obiectului" contractului[1] şi că „nu a putut cumpăra, în substanţa sa, lucrul voit."[2] Pornind de la teza potrivit căreia substanţa obiectului convenţiei constă în substanţa prestaţiilor la care părţile s-au obligat reciproc, având relevanţă calităţile de natură intelectuală pe care o parte le-a atribuit în cunoştinţa sa prestaţiei celeilalte părţi [3], considerăm că o acţiune în anulare pentru viciul de consimţământ *error in substantiam* poate fi introdusă cu succes în cazul contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni listate.

Jurisprudenţa Înaltei Curţi[4] a concluzionat chiar că acţiunea în anulare pentru eroare asupra substanţei ar fi singura admisibilă în cazul unui contract de vânzare-cumpărare de acţiuni, întrucât cumpărătorul nu a dobândit dreptul de proprietate asupra patrimoniului societăţii, ci numai cote din capitalul social, care sunt fixe, neschimbate în urma vânzării. În aceste condiţii, existenţa unor obligaţii în sarcina societăţii emitente, necunoscute de cumpărător nu este echivalentă cu prezenţa unor vicii ascunse, iar acţiunea promovată „nu poate avea un caracter redhibitoriu". Este de menţionat că această decizie pronunţată de instanţa de recurs a modificat în întregime atât soluţia instanţei de apel, cât şi pe cea pronunţată de prima instanţă, care se pronunţaseră în favoarea existenţei unor vicii ascunse.

---

[1] *Gh. Beleiu*, op. cit., p. 145.

[2] *Fr. Deak*, op. cit., p. 84.

[3] *M. Cantacuzino*, Elementele dreptului civil, Ed. Cartea românească, Bucureşti, 1921, p. 412.

[4] Decizia nr. 2360/2003, http://iccj.scj.ro/cautare.php?id=6137.

Cu toate acestea, Înalta Curte nu respinge *de plano* posibilitatea intentării cu succes a unei acţiuni redhibitorii în cazul unui contract de vânzare-cumpărare de acţiuni, însă tinde să acorde prevalenţă, dacă este cazul, acţiunii în rezoluţiune întemeiată pe neîndeplinirea unei obligaţii contractuale, în speţă obligaţia de a garanta că situaţiile financiare existente la data semnării contractului au fost întocmite în mod exact şi corect conform legislaţiei române în materie şi că societatea deţine în patrimoniu o anumită suprafaţă de teren[1].

Referitor la aceste soluţii jurisprudenţiale, apreciem că o acţiune redhibitorie în cazul unui contract de vânzare-cumpărare de acţiuni listate este perfect admisibilă, neputându-se susţine în mod temeinic că prin dobândirea dreptului de proprietate asupra acţiunilor interesele legitime ale cumpărătorul nu sunt afectate de valoarea patrimoniului societăţii emitente. În realitate, cumpărătorul achiziţionează acţiuni emise de o anumită societate în considerarea valorii economice, de piaţă a acestora, nu datorită unor alte calităţi pe care le-ar deţine aceste bunuri mobile incorporale. Dacă valoarea economică reală a patrimoniului emitentului este diferită faţă de cea care transpare din informaţiile diseminate către public suntem fie în prezenţa unui consimţământ viciat la momentul încheierii contractului, fie în prezenţa unor vicii ascunse.

Aplicând *mutatis mutandis* regulile stabilite de doctrină pentru a diferenţia viciile ascunse de eroarea asupra substanţei[2], putem afirma că **existenţa unei datorii în sarcina societăţii necunoscută de cumpărător la momentul încheierii contractului reprezintă o eroare asupra substanţei, în timp ce cunoaşterea existenţei datoriei, însă într-un cuantum mai redus decât cel real, poate fi interpretată drept viciu ascuns al obiectului vânzării.**

Capitolul VII. Obligaţii de plată a comisioanelor şi taxelor

Obligaţiile din această categorie sunt îndeplinite în mod automat, la data decontării tranzacţiei, fără concursul investitorului, cumpărător sau vânzător. Nu vom include aşadar în această categorie obligaţia de plată a impozitului aferent câştigului realizat din transferul titlurilor pe piaţa de capital, care trebuie plătit de către investitor trimestrial, în ipoteza în care a obţinut profit în urma tranzacţiilor. Obligaţia de plată a impozitului nu reprezintă, desigur, un efect al tranzacţiei bursiere. Vânzătorul unor instrumente financiare datorează intermediarului comision, indiferent dacă a obţinut sau nu profit în urma tranzacţiei, acest comision fiind perceput de către intermediar în mod automat, prin debitarea contului de client al investitorului cu suma aferentă comisionului stabilit în contractul de intermediere.

---

[1] Decizia nr. 339/2009, http://iccj.scj.ro/cautare.php?id=46177.

[2] *Fr. Deak*, op. cit., p. 85.

Secţiunea 1. Obligaţiile de plată a cheltuielilor vânzării

Dreptul comun, art. 1666 C.civ., stabileşte obligaţia de plată a cheltuielilor vânzării în sarcina cumpărătorului. Doctrina dreptului civil[1] a delimitat sfera de cuprindere a cheltuielilor vânzării, incluzând în cadrul acestora taxele de timbru şi de autentificare, onorariul notarial sau de publicitate imobiliară. Dispoziţiile art. 1666 alin. (3) NCC prevăd că se vor suporta de cumpărător cheltuielile aferente operaţiunilor de plată a preţului. Potrivit art. 1677 NCC, vânzătorul este obligat să radieze din cartea funciară, pe cheltuiala sa, drepturile înscrise asupra imobilului vândut, dacă acestea sunt stinse.

Normele speciale din cadrul legislaţiei pieţei de capital instituie şi în privinţa cheltuielilor legate de efectuarea tranzacţiei un regim derogatoriu.

Fiecare parte implicată în tranzacţie va achita cheltuielile ce îi revin ca urmare a încheierii contractului de mandat cu intermediarul autorizat prin mijlocirea căruia încheie tranzacţia. În cazul tranzacţiei bursiere, chiar dacă suntem în prezenţa unui contract solemn, fiind necesar concursul unor terţi (operator de piaţă, depozitar central) pentru a se încheia în mod valabil contractul de vânzare-cumpărare, părţile nu vor avea nicio obligaţie faţă de aceştia, întrucât nu vor intra în raporturi juridice cu respectivele persoane juridice. Numai intermediarii autorizaţi intră în raporturi juridice cu operatorul de piaţă şi depozitarul central, plătindu-le acestora un comision pentru serviciile prestate.

În aceste condiţii, părţile tranzacţiei vor datora intermediarilor prin care tranzacţionează, potrivit regulilor mandatului cu titlu oneros, comisionul stabilit în contractul de servicii de investiţii financiare.

Elementele privind cuantumul comisionului trebuie comunicate investitorilor de către intermediarul autorizat înainte de încheierea oricăror raporturi juridice. Prevederile art. 119 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006 stipulează că S.S.I.F. este ţinută să furnizeze clienţilor de retail sau potenţialilor clienţi de retail, într-un înscris intitulat *„document de prezentare"*, informaţii cu privire la costurile şi tarifele asociate, care să includă, după caz, următoarele elemente:

a) preţul total care va fi plătit de client în legătură cu instrumentul financiar sau cu serviciul de investiţii ori cu serviciul conex, incluzând toate cheltuielile, comisioanele, tarifele şi spezele asociate, precum şi toate taxele plătibile prin intermediul S.S.I.F. sau, dacă nu se poate indica un preţ exact, baza de calcul a preţului total, astfel încât clientul să îl poată verifica intermediarul trebuie să prezinte clientului separate, în documentul de prezentare, comisioanele percepute de S.S.I.F. trebuie să fie prezentate separat pentru fiecare caz;

b) în cazul în care o parte din preţul total menţionat la lit. a) trebuie plătită sau este exprimată în valută, se indică valuta respectivă, precum şi cursul de schimb valutar aplicabil şi costurile;

c) menţionarea posibilităţii apariţiei altor costuri pentru client, inclusiv taxe, asociate cu tranzacţiile în legătură cu instrumentul financiar sau cu serviciul de investiţii, care nu se plătesc prin intermediul S.S.I.F. şi nu sunt impuse de societate;

---

[1] *Fr. Deak*, op. cit., p. 100.

d) modalitățile de plată sau alte eventuale formalități.

Potrivit art. 103 din același act normativ emis de către C.N.V.M., se consideră că S.S.I.F. nu acționează onest, corect și profesional în concordanță cu cel mai bun interes al unui client dacă, în situația furnizării unui serviciu de investiții sau a unui serviciu conex clientului, aceasta plătește sau primește drept plată orice tarif sau comision sau furnizează ori îi sunt furnizate orice alte beneficii, altfel decât:

a) un tarif, comision sau orice alt beneficiu plătit sau furnizat clientului sau de către client sau unei persoane în numele clientului;

b) un tarif, comision sau orice alt beneficiu plătit sau furnizat către sau de către o terță parte sau o persoană acționând în numele acestei terțe părți, atunci când sunt îndeplinite următoarele condiții:

i) existența, natura și suma tarifului, comisionului sau beneficiului, sau dacă suma nu poate fi determinată, metoda de calcul a acelei sume trebuie prezentată în mod clar clientului într-un mod cuprinzător, exact și ușor de înțeles înainte de furnizarea serviciilor de investiții sau serviciilor conexe relevante;

ii) plata tarifului și comisionului sau furnizarea altui beneficiu trebuie să fie stabilită astfel încât să sporească calitatea serviciului relevant furnizat clientului și să nu afecteze obligația S.S.I.F. de a acționa în cel mai bun interes al clientului.

c) tarifele adecvate care permit sau care sunt necesare furnizării serviciilor de investiții cum ar fi costurile pentru custodie, tarifele pentru decontare și de schimb, impozitele reglementate sau tarifele legale și care, prin natura lor nu pot conduce la conflicte în ce privește îndeplinirea obligațiilor S.S.I.F. de a acționa onest, corect și profesional în concordanță cu cel mai bun interes al clienților săi.

S.S.I.F. va putea dezvălui termenii principali ai prevederilor referitoare la tarife, comisioane sau alte beneficii, sub forma unui sumar (rezumat) cu condiția asumării dezvăluirii detaliilor suplimentare la cererea clientului și cu condiția de a-și onora acea obligație.

Înainte de încheierea unui contract la distanță de servicii de investiții financiare sau la momentul prezentării propunerii de încheiere a unui contract la distanță, S.S.I.F. are obligația de a informa investitorii în timp util, corect și complet asupra costului total pe care investitorul trebuie să îl plătească pentru serviciul de investiții financiare prestat de S.S.I.F., incluzând toate comisioanele, taxele, tarifele sau cheltuielile aferente achitate direct de către investitor sau prin intermediul S.S.I.F., iar în cazul în care nu poate fi indicat un cost total exact al serviciului furnizat, S.S.I.F. este obligată să informeze investitorul asupra modalității de calcul necesare verificării costului total

Anumite obligații imperative legate de plata comisioanelor de către părțile tranzacției revin intermediarului-mandatar după încheierea contractului de vânzare-cumpărare de acțiuni. Conform art. 122 alin. (6) lit. m) din Regulamentul nr. 32/2006, intermediarul este ținut să precizeze în *formularul de confirmare a executării ordinelor* suma totală a comisioanelor și a cheltuielilor facturate și, la cererea clientului de retail, o prezentare defalcată a acestora.

În cazul clienților de retail cărora li se administrează portofoliul pe baze discreționare de către intermediar, *formularul de raportare privind administrarea* *portofoliului* trebuie să conţină suma totală a comisioanelor şi taxelor care au apărut în timpul perioadei de raportare.

Modalitatea în care intermediarul autorizat-mandatar încheie tranzacţiile de cumpărare sau de vânzare de instrumente financiare în contul investitorilor trebuie să aibă drept obiectiv respectarea intereselor acestora şi obţinerea celui mai bun rezultat posibil pentru aceştia.

Potrivit art. 163 lit. h) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, este considerată practică frauduloasă tranzacţionarea excesivă pentru un cont discreţionar, în sensul efectuării de tranzacţii repetate, în defavoarea clientului, cu scopul de a genera comision pentru intermediar.

În situaţia în care, pentru executarea unui ordin cu un instrument financiar, există mai multe locuri de tranzacţionare concurente, în scopul asigurării celui mai bun rezultat pentru client, pentru a evalua şi a compara rezultatele care ar fi obţinute prin executarea ordinului în fiecare din locurile de tranzacţionare cuprinse în politica de executare a ordinelor, S.S.I.F. care execută ordinul va lua în considerare comisioanele proprii şi costurile pentru executarea ordinului în cadrul fiecărui loc de tranzacţionare eligibil.

Conform art. 139 alin. (6), S.S.I.F. nu trebuie să structureze sau să perceapă comisioane astfel încât să realizeze o discriminare inechitabilă între locurile de tranzacţionare.

Secţiunea a 2-a. Obligaţia de plată a taxei către Comisia Naţională a Valorilor Mobiliare

În cadrul cheltuielilor vânzării este inclusă şi o anumită taxă, instituită prin norme speciale din cadrul legislaţiei pieţei de capital, respectiv art. 13 alin. (2) lit. a) din Statutul C.N.V.M.[1], care stabileşte drept venit al C.N.V.M. **o cotă de cel mult 0,08% din valoarea tranzacţiilor derulate pe orice piaţă reglementată, suportate de către cumpărător, cu excepţia pieţelor reglementate de instrumente financiare derivate.**

Această obligaţie de plată a taxei datorate C.N.V.M. revine aşadar în mod exclusiv cumpărătorului.

Potrivit art. 13 alin. (4) din Statut, cota de 0,08% din valoarea tranzacţiilor se aplică şi sistemelor alternative de tranzacţionare.

Potrivit art. 4 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 7/2006[2], sumele provenind din cota datorată C.N.V.M. se suportă de cumpărător şi se calculează zilnic de către:

- operatorii de piaţă, pentru tranzacţiile efectuate pe pieţele reglementate administrate de aceştia;
- operatorii de sistem, pentru tranzacţiile efectuate în cadrul sistemelor alternative de tranzacţionare administrate de aceştia.

Operatorii de piaţă sau de sistem au obligaţia să încaseze de la toţi participanţii care au acces la tranzacţionare pe pieţele reglementate şi/sau care tranzacţionează în cadrul sistemelor alternative de tranzacţionare sumele reprezentând cota respectivă, aplicată la valoarea tranzacţiilor zilnice, şi să efectueze viramentele respective în contul indicat de C.N.V.M.

---

[1] Aprobat prin O.U.G. nr. 25/2002, publicată în M.Of. nr. 226 din 4 aprilie 2002, aprobată cu modificări prin Legea nr. 514/2002, publicată în M.Of. nr. 539 din 24 iulie 2002.

[2] M.Of. nr. 306 din 5 aprilie 2006.

Interesant este regimul juridic aplicabil emitenţilor listaţi pe actuala Piaţa Rasdaq, care nu are în prezent nici statutul juridic al unei pieţe reglementate nici al unui sistem alternativ de tranzacţionare. Ca atare, perceperea de către C.N.V.M. de la cumpărător a unei cote din valoarea tranzacţiilor derulate pe Piaţa Rasdaq apare ca fiind fără temei legal. Considerăm că acţionarii, care au avut calitatea de cumpărător al unor titluri listate pe Piaţa Rasdaq ar putea să solicite, cel puţin pentru tranzacţiile încheiate în ultimii trei ani, pentru care dreptul la acţiune nu este prescris, restituirea sumelor de bani reţinute de intermediarii autorizaţi şi virate mai departe către C.N.V.M. în temeiul art. 13 din Statutul C.N.V.M.

Capitolul VIII. Efectele contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni nelistate (netranzacţionate într-un sistem multilateral de tranzacţionare)

În cazul acţiunilor care nu sunt admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată sau într-un sistem alternativ de tranzacţionare regimul juridic aplicabil efectelor actului translativ de proprietate cu titlu oneros este cel care rezultă din prevederile Legii nr. 31/1990, ale Codului civil şi ale actului constitutiv al societăţii emitente, dacă este cazul.

Părţile unui contract de vânzare-cumpărare de acţiuni neadmise la tranzacţionare într-un sistem multilateral de tranzacţionare vor fi libere să stabilească orice clauze doresc cu privire la conţinutul şi modul de executare al obligaţiilor, cu respectarea prevederilor din actul constitutiv al societăţii emitente.

Interpretarea acestor clauze se va realiza potrivit regulilor de interpretare din dreptul comun.

În cazul vânzării acţiunilor la purtător, obligaţia vânzătorului de predare se va confunda cu însăşi transmiterea dreptului de proprietate, datorită caracterului real al contractului.

În cazul vânzării acţiunilor nominative dematerializate nelistate, în privinţa obligaţiei de predare va fi necesară aplicarea aceleiaşi soluţii ca şi în cazul tranzacţiei bursiere. Ca atare, considerăm că putem distinge şi în cazul bunurilor incorporale o obligaţie de predare de sine stătătoare, separată de obligaţia de a transmite dreptul de proprietate.

În privinţa obligaţiei de transmitere a dreptului de proprietate, aceasta se consideră îndeplinită în cazul acţiunilor nominative, fie că sunt emise în formă materială, fie în că sunt dematerializate, în lipsa unor stipulaţii contrare în actul constitutiv, în momentul înscrierii în registrul acţionarilor a actului juridic al cesiunii. În ipoteza în care actul constitutiv prevede o altă modalitate de transfer a dreptului de proprietate, situaţie posibilă datorită caracterului dispozitiv al normei din cadrul art. 98 alin. (1)

din Legea nr. 31/1990, obligaţia de transmitere a dreptului de proprietate va fi îndeplinită în condiţiile statutare. Înalta Curte de Casaţie Justiţie a apreciat că părţile unui contract de cesiune de acţiuni pot conveni asupra unui moment al transmiterii dreptului de proprietate, întrucât art. 98 alin. (1) reglementează **numai modul de transmitere a dreptului de proprietate şi nu momentul.** În situaţia în care în contractul de cesiune se prevede că transferul dreptului de proprietate va avea loc la data creditării contului vânzătorului cu preţul acţiunilor, nu este încălcat art. 98 alin. (1) din Legea nr. 31/1990, deoarece voinţa părţilor completează norma legală[1].

Apreciem că soluţia instanţei supreme trebuie nuanţată, în sensul că transferul dreptului de proprietate are loc la o dată stabilită de părţi, în cazul acţiunilor nelistate, numai în ipoteza în care acest moment este ulterior înscrierii în registrul acţionarilor a cesiunii acţiunilor. Nu se poate susţine că părţile pot stabili transmiterea dreptului de proprietate înainte de îndeplinirea formalităţii prevăzute de art. 98 alin. (1) *ad validitatem*. Pe de altă parte, subzistă obligaţia de înregistrare a cesiunii de acţiuni în registrul acţionarilor, ca formalitate obligatorie prevăzută de norma din cadrul art. 98 alin. (1) din Legea nr. 31/1990 pentru transmiterea dreptului de proprietate asupra acţiunilor nominative nelistate.

În doctrină, analizându-se prevederile art. 98 din Legea nr. 31/1990 au fost exprimate opinii asemănătoare, arătându-se că „înscrierea este o condiţie privind transmiterea dreptului de proprietate"[2].

Nu în ultimul rând, trebuie menţionată norma cu caracter special din cadrul art. 67 alin. (3) lit. b) C.fisc. care împiedică realizarea transferului dreptului de proprietate asupra acţiunilor nominative nelistate anterior plăţii impozitului aferent venitului realizat de vânzător. Datorită acestui text legal, este impus un decalaj între momentul realizării acordului de voinţă ce va trebui consemnat obligatoriu *ad probationem* printr-un înscris ce va fi prezentat organului fiscal şi momentul transmiterii dreptului de proprietate care va avea loc la data înregistrării actului translativ în registrul acţionarilor. Plata impozitului se va face de către cumpărător care va trebui să prezinte dovada reprezentanţilor societăţii care ţine registrul acţionarilor şi efectuează servicii de registru, societatea emitentă, depozitarul central sau societatea de registru independent, pentru ca aceştia să opereze transferul.

Considerăm că se poate vorbi şi în cazul acţiunilor nelistate de existenţa unor obligaţii de garanţie, atât pentru evicţiune (cu mai mari şanse de a avea şi relevanţă practică), cât şi pentru vicii ascunse (întemeiată tot pe încălcarea dreptului la informare).

Referitor la obligaţiile cumpărătorului, este de menţionat că plata preţului nu condiţionează conform prevederilor legale în vigoare transferul dreptului de proprietate, însă părţile pot conveni, dacă actul constitutiv permite, interdependenţa obligaţiilor de transmitere a dreptului de proprietate şi de plată a preţului.

---

[1] I.C.C.J., secţ. com., dec. nr. 1355/2007, în Înalta Curte de Casaţie şi Justiţie. Jurisprudenţa Secţiei Comerciale pe anul 2007. Recursuri în interesul legii în materie comercială, Ed. Hamangiu, Bucureşti, 2008, p. 105-108.

[2] *C. Predoiu*, în *St.D. Cărpenaru, S. David, C. Predoiu, Gh. Piperea*, Legea societăţilor comerciale. Comentariu pe articole, ed. a 4-a, 2009, p. 349.

Capitolul IX. Efectele contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni asupra dreptului la dividende

Secţiunea 1. Efectele contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni asupra dreptului la dividende în cazul societăţilor nelistate

Problema titularului dreptului la dividende în cazul unei vânzări de acţiuni a născut şi în România o jurisprudenţă destul de consistentă, în special în situaţia vânzării acţiunilor nelistate.

Regula care conturează soluţia legală este cuprinsă în art. 67 alin. (6) din Legea nr. 31/1990, text legal aplicabil atât acţiunilor nelistate, cât şi celor listate: „dividendele care se cuvin după data transmiterii acţiunilor aparţin cesionarului, în afară de cazul în care părţile au convenit altfel". Este de remarcat echivocul redactării, întrucât sintagma „care se cuvin" lasă loc mai multor interpretări posibile, care pot fi realizate în cazul în care părţile contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni nu convin în patrimoniul cui se va găsi dreptul născut la dividendele neîncasate. De altfel, şi jurisprudenţa, deşi bogată, nu a fost uniformă.

Din analiza acestui text legal desprindem totuşi două aspecte esenţiale pentru demersul de a stabili persoana îndreptăţită la dividende în cazul efectuării unei cesiuni a acţiunilor.

În primul rând, trebuie determinată data transmiterii dreptului de proprietate asupra acţiunilor (data declaraţiei făcute în registrul acţionarilor în cazul tuturor societăţilor pe acţiuni închise).

Apoi, este necesar să se stabilească momentul naşterii dreptului la dividende, deoarece dividendele nu pot „să se cuvină" înainte ca ele să existe. Momentul naşterii dreptului la dividende este data la care adunarea generală a acţionarilor, în cvorumul şi cu majoritatea cerută pentru o adunare generală a acţionarilor ordinară, stabileşte împărţirea profitului sub formă de dividende şi dividendul pe acţiune.

Aşadar, interpretând art. 67 alin. (6) din Legea nr. 31/1990 atât gramatical, dar şi sistematic, ar reieşi că proprietarul acţiunilor din momentul stabilirii împărţirii profitului sub forma de dividende este şi titularul dreptului de a încasa dividendele respective. O astfel de teză ar fi validă în absenţa art. 123 alin. (3) din Legea nr. 31/1990, analizat mai jos.

Ţinând cont de concepţia tradiţională a naturii juridice a dividendelor, aceea de fructe civile, o teză contrară ar putea fi fundamentată pe dispoziţiile de drept comun în materia dobândirii fructelor civile cuprinse în art. 550 alin. (3) NCC. Potrivit acestor prevederi, fructele civile se socotesc dobândite zi cu zi, astfel încât s-ar putea argumenta că cedentul acţiunilor ar putea avea drept la o cotă de dividende aferentă perioadei din exerciţiul financiar în care a deţinut dreptul de proprietate asupra acţiunilor. În sensul acestei argumentaţii instanţa supremă a motivat[1] că, potrivit art. 1 vechiul C.civ., legea civilă nu retroactivează, ceea ce înseamnă că cesiunea nu poate produce efecte asupra dividendelor înregistrate până la această dată, care trebuie atribuite cedentului.

---

[1] C.S.J., secţ. com., dec. nr. 191/1996, în Buletinul Jurisprudenţei, 1996, p. 218.

Cu toate acestea, din considerentele legate de momentul naşterii dreptului subiectiv la dividende, s-a apreciat că, în cazul încheierii contractului de cesiune de acţiuni anterior hotărârii AGOA de stabilire a împărţirii profitului sub formă de dividende, cedentul nu poate încasa nicio sumă cu titlu de dividende[1].

O viziune nouă a Înaltei Curţi a condus la o soluţie diametral opusă celei evocate, în anul 2004. Astfel, instanţa supremă, manifestând un radicalism extrem, a considerat că cedentul care nu a pretins dividendele până la data cesiunii, nu le mai poate solicita, chiar dacă avea calitatea de acţionar la data aprobării repartizării profitului sub formă de dividende[2]. Această soluţie a fost îmbrăţişată şi de profesorul Cărpenaru, cu argumentaţia că „dividendele se cuvin cesionarului, în calitatea sa de titular al acţiunilor la data avută în vedere de lege"[3].

Lucrurile trebuie nuanţate. În cazul societăţilor închise trebuie să fie asigurată respectarea dispoziţiilor art. 123 alin. (3) din Legea nr. 31/1990, potrivit cărora „acţionarii îndreptăţiţi să încaseze dividende sau să exercite orice alte drepturi sunt cei înscrişi în evidenţele societăţii sau în cele furnizate de registrul independent privat al acţionarilor, corespunzătoare datei de referinţă." Or, interpretarea dată de instanţa supremă în dec. nr. 1271/2004 nesocoteşte în mod flagrant dispoziţiile art. 123 alin. (3) din Legea nr. 31/1990, pentru că atribuie cesionarului dreptul la dividende, deşi acesta a devenit acţionar după data de referinţă. Dispoziţiile art. 123 alin. (3) nu lasă niciun echivoc în privinţa patrimoniului în care se naşte dreptul la dividende. Oricât de extensiv am interpreta textul art. 67 alin. (6) din Legea nr. 31/1990, tot nu am putea să conchidem că dreptul la dividende se transmite odată cu dreptul de proprietate asupra acţiunilor, în lipsa unei convenţii contrare a părţilor.

Data de referinţă, dată anterioară datei desfăşurării adunării generale, conform art. 123 alin. (2) din Legea nr. 31/1990, are rolul de a identifica acţionarii societăţilor nelistate care, sub condiţia aprobării de către adunarea generală a distribuirii profitului sub formă de dividende, vor benefica de acest drept.

Dreptul la dividende este în mod evident un drept accesoriu al dreptului de proprietate asupra acţiunilor, însă actul translativ de proprietate care nu prevede *expressis verbis* soarta dreptului la dividende născut, însă nestins, nu poate conduce la transferul acestui drept de creanţă împotriva societăţii emitente de la vânzătorul acţiunilor la cumpărătorul acestora.

A accepta teza susţinută de instanţa supremă în hotărârea nr. 1271/2004 ar însemna că există două sau mai multe date în funcţie de care se identifică acţionarii care vor beneficia de dividende, respectiv data de referinţă pentru acţionarii care nu şi-au înstrăinat acţiunile după această dată şi data încheierii contractului/contractelor de vânzare-cumpărare de acţiuni, date ulterioare datei de referinţă. Din punct de vedere practic această soluţie este absolut neviabilă, întrucât ignoră nu numai prevederile art. 123 alin. (3) din Legea nr. 31/1990, dar şi caracterul de bunuri de gen al acţiunilor. În cazul unei majorări de capital social intervenite ulterior datei de referinţă, dar până la plata totală a dividendelor, este absolut imposibil să se identifice persoanele care sunt îndreptăţite să beneficieze de dividende în cazul în care au intervenit acte translative de proprietate după data de referinţă, întrucât acţiunile emise în cadrul majorării de capital social nu se disting unele de altele în portofoliul unui acţionar. Singura metodă de separare a acţiunilor noi de cele vechi ar fi aplicarea principiului FIFO (*first in first out*), incident în materie fiscală, însă o astfel de soluţie ar genera dificultăţi practice majore, inutile şi ar lipsi total de semnificaţie prevederile art. 123 alin. (3) din Legea nr. 31/1990. Acest procedeu ar însemna identificarea în patrimoniul fiecărui acţionar care a vândut sau cumpărat după data de referinţă a acţiunilor vechi şi a acţiunilor noi pentru acordarea sumelor de bani cuvenite cu titlu de dividende, practic o analiză detaliată a tuturor actelor translative de proprietate.

---

[1] În acelaşi sens, a se vedea şi *St.D. Cărpenaru, S. David, C. Predoiu, Gh. Piperea*, op. cit., 2002, p. 179: „...În afara unei convenţii contrare, dividendele aferente perioadei anterioare cesiunii se cuvin cesionarului".

[2] I.C.C.J., secţ. com., dec. nr. 1271/2004, în R.R.D.A. nr. 3/2005, p. 130-132.

[3] *St.D. Cărpenaru*, în *St.D. Cărpenaru, S. David, C. Predoiu, Gh. Piperea*, op. cit., 2009, p. 271.

În consecinţă, apreciem că dreptul la dividende nu se transmite odată cu transmiterea dreptului de proprietate, întrucât există norma cu caracter special din cadrul art. 123 alin. (3) şi nu există niciun argument pentru care acest text legal să primească o interpretare restrictivă, în sensul neaplicării sale în situaţia în care au loc cesiuni de acţiuni ulterior datei de referinţă.

Secţiunea a 2-a. Efectele contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni asupra dreptului la dividende în cazul societăţilor listate

În cazul societăţilor tranzacţionate pe o piaţă reglementată este obligatorie stabilirea de către adunarea generală a unei **date de înregistrare** la care se determină toţi acţionarii care sunt îndreptăţiţi să încaseze dividendele pentru exerciţiul financiar anterior. În aceste condiţii, chiar dacă o persoană devine acţionar al societăţii emitente cu o zi înainte de data de înregistrare, neavând această calitatea nicio zi pe parcursul anului pentru care se plătesc dividende, el va fi îndreptăţit să beneficieze de dividende.

Caracterul negociabil al acţiunilor împiedică orice abatere de la regula potrivit căreia numai acţionarii care au această calitate la data de înregistrare pot beneficia de dreptul la dividende. Încheierea cu celeritate a raporturilor juridice pe piaţa de capital, obiectivul general al unei investiţii pe piaţa de capital – obţinerea de profit, sunt de natură să nu permită o interpretare potrivit căreia orice cesionar ulterior ar avea dreptul la dividende, deşi nu deţinea calitatea de acţionar la data de înregistrare.

Capitolul X. Aspecte fiscale ce derivă din încheierea contractului de vânzare-cumpărare de acțiuni

Secțiunea 1. Aspecte fiscale în cazul contractului de vânzare-cumpărare de acțiuni emise de societățile închise

Conform art. 67 alin. (3) lit. b) C.fisc., incident în cazul în care calitatea de vânzător o are o persoană fizică, în cazul câștigurilor determinate din transferul valorilor mobiliare (în speță a acțiunilor), în cazul societăților închise, obligația calculării, reținerii și virării impozitului revine cumpărătorului. Calculul și reținerea impozitului de către dobânditor se efectuează la momentul încheierii tranzacției, pe baza contractului încheiat între părți. Impozitul se calculează prin aplicarea cotei de 16% asupra câștigului, la fiecare tranzacție, impozitul fiind final. Transmiterea dreptului de proprietate asupra acțiunilor nu se poate efectua fără justificarea virării impozitului la bugetul de stat. Termenul de virare a impozitului este până la data la care se depun documentele pentru transcrierea dreptului de proprietate asupra acțiunilor în registrul acționarilor indiferent dacă plata titlurilor respective se face sau nu eșalonat.

Nivelul bazei de impozitare se determină potrivit art. 66 alin. (1) C.fisc., aplicabil tuturor acțiunilor, indiferent dacă sunt sau nu listate, în conformitate cu care câștigul sau pierderea din transferul titlurilor de valoare, altele decât titlurile de participare la fondurile deschise de investiții și părțile sociale, reprezintă diferența pozitivă/negativă dintre prețul de vânzare și prețul de cumpărare pe tipuri de titluri de valori, diminuată, după caz, cu costurile aferente tranzacției. În cazul tranzacțiilor cu acțiuni primite de persoanele fizice cu titlu gratuit, în cadrul Programului de privatizare în masă, prețul de cumpărare la prima tranzacționare va fi asimilat cu valoarea nominală a acestora. În cazul tranzacțiilor cu acțiuni cumpărate la preț preferențial, în cadrul sistemului *stock options plan* (programe pentru salariați de fidelizare prin acordarea posibilității de a cumpăra acțiuni la un preț preferențial), câștigul se determină ca diferență între prețul de vânzare și prețul de cumpărare preferențial, diminuat cu costurile aferente tranzacției.

În cazul transmiterii dreptului de proprietate asupra acțiunilor emise de societățile nelistate pierderile înregistrate nu sunt recunoscute din punct de vedere fiscal, nu se reportează și nu se compensează, conform art. 67 alin. (4) C.fisc.

Secțiunea a 2-a. Aspecte fiscale în cazul contractului de vânzare-cumpărare de acțiuni listate

În cazul contractului de vânzare-cumpărare ce are drept obiect acțiuni listate sunt incidente în materia reținerii și virării impozitului dispozițiile art. 67 alin. (3) lit. a) C.fisc. Potrivit acestui text legal, câștigul net determinat la sfârșitul fiecărui trimestru din transferul acțiunilor listate se impune cu o cotă de 16%. Obligația calculării impozitului reprezentând plată anticipată trimestrială în contul impozitului pe câștigul net anual impozabil revine contribuabilului, pe baza declarației de impunere trimestrială depusă până la data de 25 inclusiv a lunii următoare fiecărui trimestru.

Termenul de declarare constituie şi termen de plată a impozitului reprezentând plată anticipată trimestrială către bugetul de stat. Obligaţia declarării şi plăţii impozitului revine contribuabilului. Impozitul de plată reprezentând plată anticipată trimestrială, respectiv impozitul de restituit trimestrial se calculează ca diferenţă între impozitul datorat pe câştigul net cumulat de la începutul anului până la sfârşitul perioadei de raportare şi impozitul datorat pe câştigul net cumulat de la începutul anului până la sfârşitul perioadei de raportare precedente.

Conform art. 144^2 din Normele metodologice la Codul fiscal, plata anticipată aferentă fiecărui trimestru se determină ca diferenţă între impozitul pe câştigul net cumulat de la începutul anului până la sfârşitul trimestrului pentru care se face calculul şi impozitul pe câştigul net cumulat de la începutul anului până la sfârşitul trimestrului anterior. Impozitul pe câştigul net cumulat de la începutul anului, luat în calcul la stabilirea plăţii anticipate, se determină aplicându-se cota de impozit de 16% asupra diferenţei pozitive dintre totalul câştigurilor şi pierderilor înregistrate până la sfârşitul trimestrului.

Câştigul sau pierderea sunt stabilite, ca şi în cazul contractelor de vânzare-cumpărare ce au ca obiect acţiuni emise de societăţile închise, tot în conformitate cu prevederile art. 66 alin. (1) C.fisc., ca diferenţă pozitivă sau negativă dintre preţul de vânzare şi preţul de cumpărare pe tipuri de titluri de valori, diminuată, după caz, cu costurile aferente tranzacţiei.

Preţul de cumpărare al acţiunilor listate (care au caracterul juridic de valori mobiliare) se stabileşte în conformitate cu dispoziţiile art. 3 şi 4 din Ordinul comun al Ministerului Economiei şi Finanţelor şi C.N.V.M. pentru aprobarea Normelor privind determinarea, reţinerea şi virarea impozitului pe câştigul de capital rezultat din transferul titlurilor de valoare, obţinut de persoanele fizice[1], modificat prin ordinul comun M.E.F.-C.N.V.M. nr. 768/68/2010. Regula este stabilită de art. 3 alin. (1) şi (2), conform cărora preţul de cumpărare al unei valori mobiliare este preţul determinat şi evidenţiat de intermediar pentru respectiva valoare mobiliară deţinută de un client-investitor, pe fiecare simbol, la care se adaugă costurile generate de operaţiunea în cauză, dacă acestea nu au fost incluse în calculul preţului de cumpărare. Preţul de cumpărare al unei valori mobiliare, în cazul în care au fost efectuate mai multe tranzacţii de cumpărare, se determină prin aplicarea metodei preţului mediu ponderat, care poate cuprinde şi costurile aferente generate de operaţiunea de cumpărare.

Dispoziţiile art. 4 alin. (2) din aceste Norme reglementează stabilirea preţului de cumpărare în anumite situaţii speciale, după cum urmează:

a) pentru acţiunile dobândite de către persoanele fizice ca urmare a distribuirii cu titlu gratuit în cadrul Programului de privatizare în masă (PPM), inclusiv a celor dobândite ulterior în urma unor operaţiuni de divizare, fuziune, modificări ale valorii nominale etc. cu efect asupra numărului iniţial de acţiuni distribuite în cadrul PPM, preţul de cumpărare, la prima tranzacţionare, reprezintă valoarea nominală a acţiunilor de la data eliberării extrasului de cont;

b) pentru acţiunile dobândite ca urmare a distribuirii de acţiuni cu titlu gratuit în urma unor operaţiuni de încorporare a rezervelor sau a primelor de emisiune, de distribuire a dividendelor, a rezultatului reportat reprezentând profit net etc., preţul de achiziţie a acţiunilor este preţul de emisiune a acelor acţiuni conform valorii prevăzute în hotărârea adunării generale a acţionarilor, hotărâre afişată de piaţa reglementată/sistemul alternativ de tranzacţionare pe care se tranzacţionează respectivele acţiuni;

---

[1] M.Of. nr. 24 din 12 ianuarie 2009.

c) pentru acţiunile dobândite ca urmare a majorării capitalului social prin aport în numerar, precum şi în cazul majorării valorii nominale a acţiunilor, preţul de achiziţie va fi determinat cu luarea în considerare a preţului evidenţiat în formularul de subscriere;

d) pentru acţiunile dobândite în urma convertirii obligaţiunilor, preţul de achiziţie a acţiunilor este preţul la care s-a realizat conversia, stabilit prin raportul de conversie prevăzut în prospectul de emisiune a obligaţiunilor sau în hotărârea adunării generale a acţionarilor prin care s-a decis conversia, hotărâre afişată de piaţa reglementată/sistemul alternativ de tranzacţionare pe care se tranzacţionează respectivele acţiuni;

e) pentru acţiunile dobândite în urma unei divizări sau fuziuni, preţul de achiziţie a acţiunilor este preţul/valoarea rezultat/rezultată în urma raportului de schimb. Preţul/valoarea este cel/cea publicat/publicată în prospectul de fuziune sau în hotărârea adunării generale a acţionarilor care a decis divizarea, hotărâre afişată de piaţa reglementată/sistemul alternativ de tranzacţionare pe care se tranzacţionează respectivele acţiuni;

f) pentru acţiunile dobândite înainte de admiterea la tranzacţionare a unei societăţi comerciale, preţul de achiziţie a acestora va fi dat de preţul de subscriere la care se adaugă şi costurile aferente sau, în cazul achiziţionării lor prin cesiune de la un alt acţionar, preţul evidenţiat în contractul de cesiune;

g) pentru valorile mobiliare dobândite în urma unei succesiuni, preţul de achiziţie a valorilor mobiliare este considerat zero, la care se adaugă cheltuielile aferente întocmirii actelor, pe baza unor documente justificative;

h) pentru valorile mobiliare dobândite în urma încheierii unor acte cu titlu oneros între rude sau afini până la gradul al patrulea inclusiv şi cu îndeplinirea cumulativă a condiţiilor prevăzute în reglementările Comisiei Naţionale a Valorilor Mobiliare privind transferurile directe de proprietate asupra valorilor mobiliare, preţul de achiziţie a valorilor mobiliare este preţul înscris în actul translativ de proprietate;

i) pentru valorile mobiliare dobândite în urma încheierii unor acte cu titlu gratuit între rude sau afini până la gradul al patrulea inclusiv cu îndeplinirea cumulativă a condiţiilor prevăzute în reglementările Comisiei Naţionale a Valorilor Mobiliare privind transferurile directe de proprietate asupra valorilor mobiliare, preţul de achiziţie a valorilor mobiliare este egal cu zero, dar se adaugă cheltuielile aferente întocmirii actelor;

j) pentru acţiunile dobândite de către angajaţi ca urmare a răscumpărării acestora de pe piaţă de către societate, preţul de achiziţie este cel înscris în formularul de subscriere;

k) pentru valorile mobiliare provenite în urma dizolvării Programului acţiunilor salariaţilor (PAS), preţul de achiziţie este preţul înscris în actul translativ de proprietate sau, în lipsa acestuia, valoarea nominală de la data eliberării extrasului de cont;

l) pentru valorile mobiliare dobândite ca urmare a unor hotărâri judecătoreşti, definitive şi irevocabile, preţul de achiziţie este valoarea nominală de la data eliberării extrasului de cont;

m) pentru valorile mobiliare cumpărate de la stat prin contractele de privatizare, preţul de achiziţie va fi cel plătit în cadrul procesului de privatizare;

n) pentru valorile mobiliare dobândite în urma unor consolidări/splitări, preţul de achiziţie se va stabili pe baza factorului de consolidare/splitare;

o) pentru acţiunile dobândite în cazul schimbului de acţiuni, preţul de achiziţie va fi reprezentat de preţul/valoarea rezultat/rezultată în urma raportului de schimb, determinat în condiţiile preţului de piaţă.

În ceea ce priveşte preţul contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni listate, conform art. 6 alin. (2) din Normele aprobate prin ordinul comun M.E.F.-C.N.V.M., intermediarii au obligaţia de a evidenţia câştigul sau pierderea generat/generată de tranzacţia de vânzare prin diferenţa pozitivă sau negativă dintre preţul de vânzare înmulţit cu numărul de valori mobiliare tranzacţionate şi preţul de cumpărare înmulţit cu acelaşi număr de valori mobiliare, din care se scad costurile aferente vânzării, precum şi cele aferente cumpărării şi care nu au fost cuprinse în determinarea preţului de cumpărare.

În situaţia transferurilor de proprietate asupra valorilor mobiliare, efectuate în conformitate cu reglementările Comisiei Naţionale a Valorilor Mobiliare privind transferurile directe, preţul de vânzare este preţul înscris în actul translativ de proprietate.

Potrivit art. 12 alin. (1) din Normele comune M.E.F. - C.N.V.M., intermediarii au obligaţia calculării, reţinerii şi virării impozitului aplicat asupra câştigului realizat din tranzacţiile cu titluri de valoare, altele decât titlurile de participare, pentru fiecare tranzacţie de vânzare sau la scadenţă, în cazul instrumentelor financiare derivate, respectiv la data lichidării, în cazul instrumentelor financiare derivate fără scadenţă, acest impozit reprezentând o plată anticipată în contul impozitului anual datorat. Cota de impozit aplicată de către intermediari asupra câştigului evidenţiat la momentul vânzării este de 1%. Calcularea şi evidenţierea impozitului se realizează la data efectuării tranzacţiei de vânzare sau la scadenţă, în cazul instrumentelor financiare derivate, respectiv la data lichidării, în cazul instrumentelor financiare derivate fără scadenţă, iar reţinerea impozitului se realizează în momentul decontării tranzacţiei de vânzare sau al decontării efectuate la scadenţă, în cazul instrumentelor financiare derivate, respectiv al decontării efectuate la data lichidării, în cazul instrumentelor financiare derivate fără scadenţă, iar termenul de virare şi declarare a impozitului este până la data de 25 inclusiv a lunii următoare celei în care a fost reţinut.

Câştigul sau pierderea netă se stabileşte în cazul transferului de acţiuni listate atât trimestrial, cât şi anual. Conform art. 66 alin. (5) C.fisc., câştigul net sau pierderea netă se determină la sfârşitul fiecărui trimestru ca diferenţă între câştigurile şi pierderile înregistrate cumulat de la începutul anului, ca urmare a tranzacţionării titlurilor de valoare, altele decât părţile sociale şi valorile mobiliare în cazul societăţilor închise. Câştigul net determinat, sau pierderea netă determinată la sfârşitul fiecărui trimestru se calculează de către contribuabil, pe baza declaraţiei de impunere trimestriale. În privinţa câştigului sau pierderii anuale, potrivit art. 66 alin. (5)[1] C.fisc., acestea se determină ca diferenţă între câştigurile şi pierderile înregistrate în cursul anului fiscal respectiv, cumulat de la începutul anului, şi este egal/egală cu câştigul net determinat/pierderea netă determinată la sfârşitul trimestrului IV al anului fiscal respectiv. Câştigul net anual/pierderea netă anuală se determină de către contribuabil, pe baza declaraţiei privind venitul realizat.

Pentru tranzacţiile cu acţiuni listate, efectuate în cursul fiecărui trimestru din anul fiscal, fiecare intermediar are următoarele obligaţii, conform art. 66 alin. (6) C.fisc:

a) calcularea câştigului/pierderii pentru fiecare tranzacţie efectuată pentru contribuabil;

b) transmiterea către fiecare contribuabil a informaţiilor privind totalul câştigurilor/pierderilor, în formă scrisă, pentru tranzacţiile efectuate în cursul fiecărui trimestru, până la data de 5 a lunii următoare trimestrului;

c) să depună anual, până în ultima zi a lunii februarie a anului curent, pentru anul expirat, la organul fiscal competent o declaraţie informativă privind totalul câştigurilor/pierderilor pentru tranzacţiile efectuate cu acţiuni listate, pentru fiecare contribuabil.

Legiuitorul, crescând de la 1 iulie 2010 impozitul pe câştigul realizat din transferul acţiunilor deţinute mai multe de 365 de zile de la 1% la 16%, a introdus în schimb o facilitate fiscală constând în reportarea pierderilor înregistrate în anii anteriori. Astfel, conform art. 80^1 C.fisc., câştigul net anual impozabil din transferul titlurilor de valoare, altele decât părţile sociale şi valorile mobiliare în cazul societăţilor închise, se determină ca diferenţă între câştigul net anual şi pierderile reportate din anii fiscali anteriori. Pierderea netă anuală din transferul titlurilor de valoare, altele decât părţile sociale şi valorile mobiliare în cazul societăţilor închise, stabilită prin declaraţia privind venitul realizat, se recuperează din câştigurile nete anuale obţinute în următorii 7 ani fiscali consecutivi. Conform art. 80^1 alin. (3) C.fisc., regulile de reportare a pierderilor sunt următoarele:

a) reportul se efectuează cronologic, în funcţie de vechimea pierderii, în următorii 7 ani consecutivi;

b) dreptul la report este personal şi netransmisibil;

c) pierderea reportată, necompensată după expirarea perioadei prevăzute la lit. a), reprezintă pierdere definitivă a contribuabilului.

De asemenea, pierderile nete anuale din transferul titlurilor de valoare, altele decât părţile sociale şi valorile mobiliare în cazul societăţilor închise provenind din străinătate se reportează şi se compensează cu veniturile de aceeaşi natură şi sursă, realizate în străinătate, pe fiecare ţară, înregistrate în următorii 7 ani fiscali.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Titlul VII. Varietăţi ale contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni

În materia contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni anumite operaţiuni juridice sunt supuse unui regim juridic diferit faţă de dreptul comun, în principal datorită specificităţii scopului urmărit de părţi, dar şi a mecanismelor juridice implicate în producerea efectelor acestor contracte.

Capitolul I. Vânzările în lipsă

Secţiunea 1. Noţiunea, rolul economic şi caracterele juridice ale vânzării în lipsă

1.1. Noţiunea vânzării în lipsă

Definiţia legală a instituţiei juridice a „vânzării în lipsă" în dreptul român este conţinută de dispoziţiile art. 190 alin. (2) lit. a) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, potrivit cărora: vânzarea în lipsă reprezintă **vânzarea unor valori mobiliare pe care vânzătorul nu le deţine în proprietate la momentul vânzării** şi pe care acesta le-a împrumutat în prealabil.

În esenţă, investitorul care iniţiază o poziţie *short* cu privire la un anumit instrument financiar (o acţiune) mizează pe scăderea preţului între momentul iniţierii vânzării în lipsă şi momentul în care cumpără instrumentele vândute în prealabil pentru a-şi îndeplini obligaţiile asumate în contractul iniţial în care are calitatea de vânzător.

O varietate a vânzării în lipsă o reprezintă **vânzarea în lipsă „descoperită"** („*naked short selling*"), operaţiune care nu se bazează pe împrumutul de consumaţie încheiat în prealabil. Această formă de vânzare în lipsă nu este admisă de legislaţia română în vigoare.

Vânzările în lipsă se pot efectua în România atât pe pieţele instrumentelor derivate, cât şi pe pieţele „la vedere".

Vânzătorul unui contract *futures*, ce include o poziţie de vânzare sau *short*, se obligă ca, la scadenţă, să vândă un anumit activ suport, la preţul din momentul iniţierii poziţiei. În această situaţie, el va miza pe scăderea preţului activului suport pe piaţa pe care se tranzacţionează acesta, deoarece el va fi ţinut să vândă activul suport numai la scadenţă, o scădere a preţului acestuia însemnând că investitorul respectiv va trebui să plătească mai puţini bani pentru a achiziţiona instrumentele financiare care constituie activul suport pentru a le livra la scadenţă.

Tot astfel, investitorul care vinde în lipsă pe piaţa la vedere se obligă ca, în termenul de decontare, să livreze aceste titluri cumpărătorului. El îşi va îndeplini această obligaţie graţie contractului de împrumut încheiat în prealabil, de obicei cu intermediarul autorizat prin mijlocirea căruia tranzacţionează.

Vânzarea în lipsă este reglementată doar în privinţa valorilor mobiliare, adică a titlurilor financiare negociate pe piaţa de capital. Nu există nicio prohibiţie legală a vânzării în lipsă a unor acţiuni nelistate, însă în absenţa unei pieţe cu un minim grad de lichiditate este greu de pus în practică o operaţiune licită de vânzare în lipsă. Cel care cumpără acţiuni nelistate vândute în lipsă poate fi, în acest caz, victima unei infracţiuni de înşelăciune, întrucât cocontractantul său îi prezintă ca fiind adevărată o situaţie (deţinerea în proprietate a unor acţiuni) care în realitate este mincinoasă. Dacă vânzătorul livrează totuşi la scadenţă acţiunile vândute în lipsă operaţiunea este licită, întrucât, fiind vorba de bunuri de gen, transmiterea dreptului de proprietate se realizează prin individualizare la momentul prevăzut în contract.

1.2. Rolul economic

Existente pe marile pieţe financiare ale lumii (Statele Unite, Marea Britanie, Amsterdam) din zorii epocii moderne, vânzările în lipsă au fost criticate şi privite cu multă reţinere de o mare parte a investitorilor şi economiştilor, însă şi-au continuat existenţa şi şi-au demonstrat viabilitatea chiar şi în perioadele de crize economice şi financiare acute.

În data de 19 septembrie 2008, la cinci zile după ce gigantul financiar Lehman Brothers a solicitat în instanţă protecţia legii falimentului şi banca de investiţii Merril Lynch, mulţi ani cea mai mare bancă de investiţii din lume, a anunţat că acţionarii săi au acceptat vânzarea către Bank of America[1], autorităţile pieţelor de capital din Statele Unite, respectiv Securities and Exchange Commission (SEC) şi Marea Britanie (respectiv Financial Services Authority au interzis temporar vânzările în lipsă ale acţiunilor companiilor financiare (bănci, firme de investiţii, de asigurări etc.) pe pieţele supravegheate, ca măsură extremă în vederea protecţiei investitorilor[2]. Pe 19 mai 2010, Germania a interzis temporar vânzările în lipsă descoperite, adică efectuate fără existenţa unei convenţii de împrumut, a titlurilor unor instituţii financiare (în special bănci)[3].

Aceste măsuri au fost precedent, deşi şi în alte perioade istorice, vânzările în lipsă au fost în pericol de a fi interzise datorită efectelor negative pe care aceste operaţiuni le pot avea pentru stabilitatea pieţelor financiare şi pentru protecţia investitorilor. În Statele Unite, după 11 septembrie 2001 a avut loc o investigaţie care a vizat vânzările în lipsă ale titlurilor companiilor de asigurări şi aeronautice înainte de a avea loc atentatele teroriste[4]. Dar întotdeauna vânzările în lipsă au fost controversate, spre exemplu, şi în timpul primului război mondial exista o temere pe piaţa de capital americană cu privire la faptul că Împăratul Wilhelm I va iniţia vânzări masive în lipsă pentru a cauza haos şi dezordine pe această piaţă[5].

---

[1] New York Times, September 14 2008, http://www.nytimes.com/2008/09/15/business/15lehman.html?adxnnl=1&adxnnlx=1302433576 lIBmjkGrBZQolh2060UpWg.

[2] http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-211.htm.

[3] http://www.guardian.co.uk/business/2010/may/19/debt-crisis-markets-fall-germany-naked-short-selling.

[4] San Francisco Chronicle, October 3 2001, http://www.sfgate.com/cgi bin/article/article?f=/c/a/2001/10/03/BU224108.DTL.

[5] *T. Tauli*, What is short selling, McGraw-Hill Professional, 2004, p. 5.

Cu toate acestea, vânzările în lipsă au continuat să fie legale, devenind în prezent practici absolut legale de asigurare contra riscului, prin metode *hedgingului.*

În mod sintetic, *hedgingul* a fost definit drept o metodă de reducere a riscului cauzat de fluctuaţia preţului[1]. În esenţă, *hedgingul* reprezintă **o operaţiune de acoperire a riscului**, având caracteristici extrem de apropiate cu arbitrajul, care constă în iniţierea unor poziţii de sensuri diferite asupra aceluiaşi instrument financiar, fie direct, pe două sau mai multe pieţe, fie prin tranzacţii asupra unor instrumente derivate care au respectivele titluri drept activ suport.

În esenţă, *hedgingul* constă în efectuarea unei cumpărări a unui instrument financiar (adoptarea unei poziţii *long*) urmată de vânzarea aceluiaşi instrument, fie direct, dacă este posibil, fie indirect prin iniţierea unei poziţii de vânzare *short* în cadrul unui contract pe instrumente derivate (*futures* sau *options*). Hedgingul se poate realiza şi prin intermediul obligaţiunilor convertibile. În acest mod, indiferent de evoluţia pieţei, investitorul respectiv nu va înregistra o pierdere, dar nici un câştig.

Hedgingul reprezintă o activitate de piaţă care poate constitui un motiv legitim pentru un investitor care adoptă o anumită politică de tranzacţionare, în sensul vizat de art. 1 alin. (2) lit. a) parag. 2 din Directiva nr. 6/2003 [art. 244 alin. (6) din Legea nr. 297/2004].

O altă operaţiune comercială cu caracter licit care presupune efectuarea unor vânzări în lipsă este **arbitrajul**.

Arbitrajul este recunoscut de Comitetul European al Reglementatorilor (CESR)[2] drept o activitate de piaţă care presupune o strategie de tranzacţionare care nu poate fi considerată ilicită în sine. Relevanţă în stabilirea caracterului legal sau nelegal al acestei activităţi prezintă modalitatea de punere în aplicare a sa.

Arbitrajul constă în efectuarea simultană de operaţiuni cu instrumente financiare, valute sau mărfuri, de sens contrar, pe două sau mai multe pieţe în vederea obţinerii de profit din diferenţele de preţ ale acestor instrumente manifestate pe pieţele respective. Operaţiunea arbitrajului este cunoscută şi sub denumirea de „profit fără risc"[3]. În principiu, termenul de arbitraj se referă la operaţiunile cu instrumente financiare.

Persoanele care efectuează operaţiuni de arbitraj se numesc **arbitrajori**.

Pentru realizarea unui arbitraj este necesar să fie îndeplinite următoarele condiţii:

a) - un instrument financiar să fie tranzacţionat pe mai multe pieţe, fie ambele la vedere[4], fie una sau mai multe la vedere şi una sau mai multe la termen[5] sau

---

[1] http://www.britannica.com/search?query=hedging&ct=&searchSubmit.x=0&searchSubmit.y=0.

[2] Primul ghid CESR pentru implementarea Directivei abuzului de piaţă, Capitolul II „Practici de piaţă acceptate", parag. 2.10.

[3] http://www.investopedia.com/terms/a/arbitrage.asp.

[4] Spre exemplu, în momentul de faţă acţiunile Erste Bank se tranzacţionează pe trei pieţe la vedere, Vienna Stock Exchange, Prague Stock Exchange şi Bursa de Valori Bucureşti, investitorii putând realiza operaţiuni de arbitraj, profitând de diferenţele de preţ înregistrate pe aceste pieţe.

[5] Operaţiuni de arbitraj pot fi realizate, spre exemplu, între piaţa reglementată la vedere operată de Bursa de Valori Bucureşti şi Bursa Monetar Financiară şi de Mărfuri Sibiu.

- un instrument financiar şi un instrument derivat care are ca activ suport respectivul instrument financiar sau două instrumente financiare derivate cu acelaşi activ suport, spre exemplu un contract *futures* şi un contract cu opţiuni, se tranzacţionează la preţuri diferite;

b) cumpărarea şi vânzarea aceluiaşi instrument financiar sau a unor instrumente derivate cu acelaşi activ suport trebuie să se realizeze simultan pentru a se evita riscul cauzat de evoluţia pieţei.

O formă arhaică de arbitraj o reprezintă cumpărarea ieftină a produselor agricole din mediul rural şi revânzarea lor la preţuri ridicate în mediul urban.

Există multiple forme de arbitraj în prezent[1]:

- există **arbitrajul de fuziune** (*merger arbitrage*), care constă în cumpărarea acţiunilor companiei care urmează să fie absorbită şi vânzarea în lipsă a acţiunilor companiei absorbante;
- arbitrajul **obligaţiunilor convertibile** (*convertible arbitrage*) care constă în cumpărarea de obligaţiuni convertibile în acţiuni şi vânzarea simultană a respectivelor acţiuni;
- arbitrajul **certificatelor de depozit** (*depository receipts arbitrage*) care constă în cumpărarea la un preţ mai redus a certificatelor de depozit ce conferă drepturi asupra unor acţiuni ale unei anumite companii pe o piaţă şi vânzarea în lipsă a acţiunilor respective, la un preţ mai ridicat pe piaţa unde se tranzacţionează respectivele acţiuni etc.

Se poate susţine că arbitrajul are un rol generic de a nivela în timp discrepanţele de preţ manifestate pe diferite pieţe pentru acelaşi produs sau instrument financiar, jucând, din acest punct de vedere, un rol benefic pentru economia mondială în contextul globalizării.

În aceste condiţii, este absolut firesc pe pieţele financiare contemporane ca investitorii care pierd pe de-o parte, ca urmare a evoluţiei preţului unui instrument financiar să câştige pe de altă parte, compensând pierderea în parte sau în totalitate, prin adoptarea unei poziţii inverse[2]. S-a considerat chiar că „piaţa nu este astăzi decât o formă deghizată a unui contract de asigurare[3] sau că această posibilitate de acoperire a riscurilor asigură pieţei la termen o funcţie apropiată asigurării[4].

Nu în ultimul rând trebuie reliefat faptul că iniţierea unor vânzări în lipsă are drept obiectiv obţinerea de profituri de către investitori la fel ca şi cumpărarea unor titluri în speranţa aprecierii valorii lor de piaţă. Putem afirma că realizarea unor vânzări în lipsă constituie **o formă de investiţie pe piaţa de capital**. Se consideră chiar că vânzarea în lipsă aduce profituri într-un mod mai rapid decât cumpărarea de instrumente financiare în speranţa că preţul acestora va creşte[5].

---

[1] http://en.wikipedia.org/wiki/Arbitrage.

[2] *P. Didier*, Droit commercial, T. III, Le marché financier, les groupes de société, Ed. PUF, Coll. Thémis droit privé, 1999, p. 266.

[3] Ibidem.

[4] *Th. Bonneau*, Typologie des marchés boursiers, în Le droit boursier en mouvement, Rev. Jur. Com., novembre 2003, n° 9, p. 1.

[5] *M. Shulman*, Sell Short: A Simpler, Safer Way to Profit When Stocks Go Down, Ed. John Wiley and Sons, 2009, p. 12.

Investitorii care iniţiază doar poziţii de vânzare în lipsă (*short*) îşi asumă mai multe riscuri decât ceilalţi investitori care achiziţionează instrumente financiare, aşteptând să crească preţul acestora, deoarece, în cazul primilor împlinirea scadenţei poate aduce un prejudiciu cert în cazul în care preţul de piaţă al acţiunilor vândute a crescut între timp, în timp ce un cumpărător obişnuit poate să nu-şi înstrăineze titlurile în situaţia în care preţul acestora are o evoluţie negativă. În mod normal, iniţiatorii de vânzări în lipsă vor alege să efectueze aceste operaţiuni numai cu privire la acţiuni extrem de lichide[1], pentru a putea să reuşească să-şi onoreze la scadenţă obligaţia de a transfera dreptul de proprietate asupra titlurilor vândute către cumpărător.

1.3. Caracterele juridice ale vânzării în lipsă

O serie de particularităţi caracterizează din punct de vedere juridic actul juridic translativ de proprietate care presupune o vânzare în lipsă de instrumente financiare.

În primul rând, contractul de vânzare-cumpărare de titluri care implică o vânzare în lipsă reprezintă o veritabilă **excepţie de la principiul „*nemo dat quod non habet*"** (*nemo plus iuris ad alium transfere potest*). Această excepţie este fundamentată pe concepţia potrivit căreia, în cazul bunurilor de gen, întrucât proprietatea nu se transferă în momentul încheierii contractului, ci în cel al individualizării, nu se pune problema vânzării lucrului altuia.

Vânzarea în lipsă propriu-zisă este valabilă numai în ipoteza în care vânzătorul **a încheiat în prealabil un împrumut de consumaţie** (de obicei cu intermediarul prin mijlocirea căruia tranzacţionează, cu un alt intermediar, o bancă etc.) care are drept obiect titlurile pe care doreşte să le transfere.

Vânzarea în lipsă, deşi în cazul în care se execută pe piaţa spot presupune un transfer de proprietate, are, din perspectiva vânzătorului, un **scop pur financiar**[2], urmărindu-se exclusiv obţinerea de profit bănesc sau reducerea unor pierderi iminente.

Vânzarea în lipsă reprezintă un **mecanism comercial de acoperire a riscurilor**, prin metoda *hedgingului*. Proprietarul unor acţiuni care are dubii cu privire la evoluţia ulterioară a preţului acestora, are posibilitatea de a reduce efectele negative ale deprecierii preţului acestora, prin iniţierea unei vânzări în lipsă, urmând ca la scadenţă, în cazul în care cursul a avut o evoluţie negativă, să-şi diminueze pierderea, dacă a vândut în lipsă un număr mai mic de acţiuni decât cele deţinute în proprietate sau chiar să obţină profit, dacă a vândut în lipsă un număr mai mare de instrumente decât cele deţinute în proprietate.

Totalul vânzărilor în lipsă a unor acţiuni **nu poate depăşi totalul acţiunilor emise**. Acest principiu, neconsacrat legislativ, rezultă dintr-o logică primară care arată că nu pot face obiectul unor acte translative de proprietate mai multe acţiuni decât a emis societatea comercială. Cu toate acestea, au existat cazuri în istorie în care, datorită absenţei unei supravegheri adecvate şi a unui climat legal obscur au fost efectuate vânzări în lipsă asupra unui număr mai mare de acțiuni decât existau în realitate. Un exemplu, este oferit de cel de-al doilea *cornering* cu acțiuni Harlem Railway, petrecut în anul 1864[1].

---

[1] *K.F. Staley*, The Art of Short Selling, John Wiley and Sons, 1997, p. 16.

[2] Credem că este utilă evitarea termenului „speculativ", datorită conotaţiilor negative ale acestuia din limbajul curent.

Secțiunea a 2-a. Cadrul juridic aplicabil vânzărilor în lipsă efectuate pe piețele financiare din România

2.1. Conținutul raportului juridic dintre investitor și intermediar în cazul inițierii unei vânzări în lipsă

Un regim juridic special este incident în situația vânzărilor în lipsă, adică a inițierii de către vânzător a unei poziții *„short"*.

Și în acest caz rolul central îl va juca raportul juridic dintre investitor și intermediar, deoarece dacă primul va câștiga în urma vânzării în lipsă, cel de-al doilea va avea de pierdut, fiind împrumutător.

Având în vedere natura juridică a acțiunilor, transmiterea dreptului de proprietate asupra acestor instrumente financiare este supusă regimului juridic al transmiterii drepturilor reale referitoare la bunurile de gen fungibile. Din acest considerent, vânzătorul este ținut să devină proprietarul acțiunilor vândute înainte de scadența obligației de a transmite dreptul de proprietate asupra acțiunilor. Într-o astfel de situație, vânzătorul are o serie de alte **obligații suplimentare**, menite a asigura respectarea obligației principale de transmitere a dreptului de proprietate asupra acțiunilor:

a) Potrivit art. 202 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, înainte de efectuarea unei vânzări în lipsă de valori mobiliare, fiecare client (investitor care intenționează să realizeze vânzări de valori mobiliare fără a le deține în proprietate) trebuie **să își deschidă un cont de marjă** la o societate de servicii de investiții financiare (S.S.I.F.) și **să încheie un contract pentru vânzări în lipsă de valori mobiliare**. Conform art. 202 alin. (2), din același act normativ emis de C.N.V.M., contractul pentru vânzări în lipsă de valori mobiliare încheiat între S.S.I.F. și client trebuie să cuprindă cel puțin următoarele prevederi:

- părțile contractante;
- obiectul contractului;
- clauze referitoare la transmiterea ordinelor privind vânzările în lipsă de valori mobiliare;
- clauze de valabilitate a ordinelor pentru vânzările în lipsă de valori mobiliare;
- clauze privind executarea ordinelor;
- clauze privind garanțiile/marjele;
- clauze privind tarifele și comisioanele care vor fi plătite de către client și termenul de plată;
- prevederi privind modul de încetare a contractului.

---

[1] *F. Allen, L. Litov, J.P. Mei*, op. cit., Large investors. Price Manipulation, and Limits to Arbitrage: An Anatomy of Market Corners, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=604302, 2004, p. 30.

b) La deschiderea contului, conform art. 203 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, clientul trebuie să **depună în avans o marjă reprezentând cel puţin 50% din valoarea curentă de piaţă a valorilor mobiliare** pe care le vinde în lipsă sau pe care doreşte să le împrumute, sub formă de numerar, valori mobiliare sau titluri de stat cu scadenţă mai mică de 12 luni. Valorile mobiliare achiziţionate prin tranzacţii în marjă constituite drept garanţie nu pot fi folosite în vânzările în lipsă.

c) Potrivit art. 204 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, clientul-vânzător este obligat **să notifice în scris** că ordinul dat S.S.I.F. este „un ordin de vânzare în lipsă".

d) Clientul-vânzător este obligat să încheie cu intermediarul autorizat **un contract de împrumut de valori mobiliare**, în vederea onorării obligaţiei de a transfera către cumpărător, la scadenţă, dreptul de proprietate asupra respectivelor acţiuni. Scadenţa obligaţiei de transmitere a dreptului de proprietate este, pe piaţa de capital din România, ca, de altfel, pe majoritatea pieţelor de capital, de trei zile lucrătoare din momentul încheierii tranzacţiei.

În situaţia iniţierii unui ordin de „vânzare în lipsă", **intermediarul autorizat** este ţinut să îndeplinească **două obligaţii** esenţiale.

i) Conform art. 204 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, înainte de efectuarea vânzării în lipsă, S.S.I.F. trebuie să identifice dacă valorile mobiliare respective sau alte valori mobiliare echivalente sunt disponibile pentru a fi împrumutate în vederea livrării acestora cumpărătorului, la momentul decontării;

ii) În momentul executării ordinului pe piaţa reglementată S.S.I.F. va semnala în mod clar participanţilor la piaţă prin intermediul sistemului de tranzacţionare că ordinul este de vânzare în lipsă.

Efectuarea unei vânzări în lipsă fără existenţa unui contract de împrumut încheiat în prealabil este permisă acelor intermediari care execută tranzacţia în cont propriu şi au calitatea de formator de piaţă şi numai în scopul îndeplinirii obligaţiilor ce le revin în calitatea respectivă, conform dispoziţiilor art. 24 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 5/2010 privind utilizarea sistemului de conturi globale, aplicarea mecanismelor cu şi fără prevalidarea instrumentelor financiare, efectuarea operaţiunilor de împrumut de valori mobiliare, a celor de constituire a garanţiilor asociate acestora şi a tranzacţiilor de vânzare în lipsă[1].

2.2. Obligaţia vânzătorului care iniţiază o tranzacţie de vânzare în lipsă de a încheia în prealabil un contract de împrumut de valori mobiliare

Încheierea unui contract de vânzare-cumpărare de acţiuni listate, fără ca vânzătorul să fie în momentul tranzacţiei proprietarul acestora, implică în mod necesar asigurarea unor garanţii eficiente pentru îndeplinirea la scadenţă a obligaţiei de transfer a dreptului de proprietate.

Conform art. 206 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, pot face obiectul împrumutului oferit de S.S.I.F., următoarele valori mobiliare:

a) valorile mobiliare aparţinând S.S.I.F. înregistrate în contul propriu;

b) valorile mobiliare luate cu împrumut de S.S.I.F. de la o altă S.S.I.F.;

---

[1] M.Of. nr. 169 din 16 martie 2010.

c) valorile mobiliare aparţinând clienţilor S.S.I.F., numai cu acordul scris şi expres al acestora.

Contractul de împrumut de valori mobiliare are **natura juridică a unui împrumut de consumaţie (mutuum)**, având aşadar următoarele caractere juridice: contract real, unilateral, translativ de proprietate, cu titlu oneros, comutativ.

În primul rând, este vorba de un caracter de **contract real** *sui generis*, întrucât dematerializarea acţiunilor listate nu permite remiterea materială a obiectului contractului. Obligaţia de predare a bunurilor ce fac obiectul contractului de împrumut va fi îndeplinită, iar contractul va fi considerat încheiat, în momentul în care respectivele titluri ajung în contul investitorului-împrumutat. De altfel, profesorul Deak arăta[1], analizând situaţia împrumutului unor sume de bani, că „esenţial este ca împrumutatul să dispună de sumele împrumutate din momentul acordării împrumutului". Considerăm că informatizarea relaţiilor comerciale, care a impus dematerializarea instrumentelor financiare ce se tranzacţionează pe pieţele financiare, conduce la o reinterpretare a condiţiilor ce trebuie îndeplinite pentru încheierea valabilă a unor contracte, astfel încât operaţiunile cu astfel de titluri dematerializate să poată fi cuprinse în figurile juridice existente. În aceste circumstanţe, continuând raţionamentul profesorului Deak, apreciem că un contract de împrumut de consumaţie trebuie considerat a fi încheiat în momentul în care împrumutatul poate să dispună de bunurile de gen fungibile, respectiv din momentul în care acţiunile ce fac obiectul contractului sunt înregistrate în contul împrumutatului.

Contractul de împrumut de valori mobiliare are un *caracter unilateral*, asemănător oricărei convenţii de împrumut de consumaţie, întrucât obligaţia de plată a comisionului, cât şi obligaţia de restituire a acţiunilor împrumutate la scadenţă revin împrumutatului. După transmiterea acţiunilor de către intermediarul autorizat în contul clientului-împrumutat, împrumutătorul nu mai are nicio obligaţie.

Contractul de împrumut de acţiuni este *translativ de proprietate*, ca orice împrumut de consumaţie, clientul devenind proprietarul acţiunilor. Numai în acest mod va exista siguranţa că el putea onora în termenul de decontare a tranzacţiei de vânzare în lipsă obligaţia de transmitere a dreptului de proprietate asupra acţiunilor. Din această perspectivă, în cazul existenţei unui contract de împrumut de acţiuni încheiat în prealabil iniţierii unei tranzacţii „*short*", denumirea de „vânzare în lipsă" este improprie, întrucât vânzătorul este proprietarul acţiunilor vândute. Pe unele pieţe financiare (New York Stock Exchange, Deutsche Borse, Tokyo Stock Exchange, London Stock Exchange etc.) există posibilitatea iniţierii unor tranzacţii „*short*" fără ca vânzătorul să încheie în prealabil o convenţie de împrumut cu un terţ, fiind vorba de aşa-numitele „*naked short selling*" (interzise vremelnic în SUA, Marea Britanie şi Germania datorită potenţialului acestor tranzacţii de a amplifica efectele unei crize financiare).

Caracterul *oneros* al acestui contract este imprimat de obligaţia împrumutatului de a plăti împrumutătorului un comision, în schimbul transmiterii dreptului de proprietate asupra valorilor mobiliare împrumutate. Obligaţia de plată a comisionului către intermediarul autorizat care acordă împrumutul este stipulată de prevederile art. 207 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006.

---

[1] *Fr. Deak*, Tratat de drept civil. Contracte speciale, Ed. Universul Juridic, Bucureşti, 2001, p. 354.

Conform art. 207 alin. (3) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, contractul de împrumut de valori mobiliare încheiat între S.S.I.F. şi client va include cel puţin următoarele prevederi:

a) părţile contractante;
b) obiectul contractului;
c) perioada împrumutului;
d) descrierea valorilor mobiliare care fac obiectul împrumutului şi a volumului, cu menţionarea codului ISIN;
e) tipul şi valoarea garanţiei depuse în contul în marjă pentru garantarea împrumutului;
f) principiile de exercitare a drepturilor asupra valorilor mobiliare date cu împrumut;
g) clauze privind situaţia nerambursării la scadenţă a valorilor mobiliare;
h) clauze privind tarifele şi comisioanele plătite de client;
i) prevederi privind modul de încetare a contractului.

Contractul nu va putea fi încorporat în cadrul altor contracte încheiate de S.S.I.F. cu proprietarii valorilor mobiliare.

Prin contractul de împrumut, împrumutatul obţine de la împrumutător toate drepturile necesare pentru a efectua transferul de proprietate către un terţ prin intermediul unei vânzări în lipsă.

Conform art. 208 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006, intermediarul autorizat va asigura o garanţie pentru persoana fizică sau juridică, în cazul valorilor mobiliare date cu împrumut în numele acestora. Valoarea garanţiei va fi stabilită de comun acord de către părţi în cadrul contractului încheiat.

Pe parcursul perioadei de împrumut, dacă societatea emitentă plăteşte dividende sau dobândă pentru valorile mobiliare date cu împrumut, înaintea restituirii acestora, plata respectivă trebuie făcută de către debitor, către creditor, dacă prevederile contractuale nu stabilesc altfel [art. 208 alin. (2)].

Pe de altă parte, în cazul în care intermediarul foloseşte sistemul de conturi globale, contractul de împrumut de valori mobiliare trebuie să respecte cerinţele art. 16 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 5/2010, respectiv să fie un contract standard (format din contract cadru şi acte adiţionale), să fie conform cu îndrumările International Securities Lenders Association (ISLA) şi să conţină următoarele clauze:

- părţile contractante;
- obiectul contractului;
- drepturile şi obligaţiile părţilor contractante;
- volumul/valoarea maxim(ă) a valorilor mobiliare care pot fi împrumutate unui client, în funcţie de regulile de administrare a riscului ale intermediarului;
- tipul garanţiilor care pot fi utilizate pentru garantarea împrumutului;
- modalitatea de constituire, evaluare şi executare a garanţiilor;
- modalitatea de restituire a valorilor mobiliare împrumutate şi a garanţiilor;
- clauze privind situaţia nerambursării la scadenţă a valorilor mobiliare;

- modul de exercitare, de către părţile contractante, a drepturilor aferente dreptului de proprietate asupra valorilor mobiliare împrumutate şi, după caz, asupra valorilor mobiliare constituite drept garanţie financiară cu transfer de proprietate;
- prevederi privind modul de încetare a contractului.

2.3. Obligaţiile intermediarului şi ale operatorului de piaţă pe care se realizează vânzările în lipsă

Teoretic nu există nicio interdicţie ca operaţiuni de vânzare în lipsă să aibă loc şi în afara pieţelor reglementate autorizate în România. Dispoziţiile Regulamentului C.N.V.M. nr. 5/2010 vizează însă numai efectuarea vânzărilor în lipsă pe pieţele reglementate şi nu şi în cadrul sistemelor alternative de tranzacţionare. De asemenea, Codul Bursei de Valori Bucureşti CAN-ATS nu conţine referiri la posibilitatea efectuării de vânzări în lipsă în cadrul acestui sistem de tranzacţionare.

Potrivit dispoziţiilor art. 25 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 5/2010, operatorul de piaţă are următoarele obligaţii în cazul efectuării unor tranzacţii de vânzare în lipsă pe piaţa reglementată pe care o administrează:

a) În momentul introducerii ordinului în sistemul de tranzacţionare, intermediarul are obligaţia de a semnala în mod clar că ordinul este de vânzare în lipsă; pentru aceasta intermediarul va acţiona în conformitate cu instrucţiunea clientului, dacă ordinul este introdus în numele unui client;

b) Preţul aferent unui ordin de vânzare în lipsă trebuie să fie cel puţin egal cu cel mai bun preţ de vânzare înregistrat în piaţa principală a valorii mobiliare respective, la momentul introducerii ordinului aferent tranzacţiei de vânzare în lipsă, cu excepţia situaţiei în care vânzător este formatorul de piaţă;

c) Operatorul de piaţă are obligaţia de a publica la sfârşitul fiecărei zile de tranzacţionare informaţii privind volumul şi numărul tranzacţiilor de vânzare în lipsă executate pe piaţa reglementată respectivă, pentru fiecare emitent în parte;

d) Operatorul de piaţă are obligaţia de a asigura suportul tehnic astfel încât să nu se permită din punct de vedere tehnic introducerea pe contul *house*, pe contul global de clienţi sau pe contul individual a ordinului de vânzare de către agentul de servicii de investiţii financiare fără a se proceda la inserarea caracteristicii de vânzare în lipsă.

De asemenea, conform prevederilor art. 13 alin. (1) din aceeaşi reglementare C.N.V.M., operatorul de piaţă are obligaţia de a publica lista valorilor mobiliare admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată care pot face obiectul vânzărilor în lipsă, listă care include:

a) o secţiune cu cele mai lichide valori mobiliare admise la tranzacţionare pe piaţa reglementată respectivă;

b) o secţiune cu orice alte valori mobiliare care se tranzacţionează prin intermediul formatorilor de piaţă.

Criteriile de lichiditate sunt stabilite de fiecare operator de piaţă în parte.

Secţiunea a 3-a. Practici ilicite pe piaţa de capital care implică realizarea unor vânzări în lipsă

Utilizarea vânzărilor în lipsă reprezintă crearea unor condiţii de risc ridicat pentru participanţii la piaţă. S-au remarcat de-a lungul timpului mai multe metode de manipulare a pieţei de capital bazate pe efectuarea unor vânzări în lipsă.

În Statele Unite, în Secţiunea 10 a Securities Exchange Act, este prohibită utilizarea procedeelor manipulative sau înşelătoare în efectuarea tranzacţiilor cu instrumente financiare. În acelaşi timp, în această secţiune sunt interzise vânzările în lipsă (*short sales*) şi ordinele de oprire a pierderilor (*stop loss order*) care contravin reglementărilor specifice ale SEC, cu precizarea că acest text legal nu este aplicabil pe piaţa contractelor *futures*.

Cea mai frecvent uzitată practică manipulativă legată de operaţiunile de *short selling* este cea intitulată „*trash and cash*" sau „*short and distort*". S-a arătat[1] că manipularea prin **procedeul „*short and distort*"** are loc atunci când, pe o piaţă în scădere, un investitor efectuează vânzări în lipsă (*short sellings*), iar după aceea utilizează o campanie defăimătoare pentru „a trage în jos" şi mai mult preţul titlurilor respective. Investitorul lipsit de etică va răspândi informaţii false pentru a influenţa coborârea preţului şi pentru a obţine profit în urma vânzărilor în lipsă efectuate. Cei care vor pierde vor fi companiile ale căror titluri sunt manipulate şi investitorii care şi-au vândut participaţiile la preţuri scăzute, artificiale[2].

Trebuie subliniat că preexistenţa unei pieţe în scădere („*bear market*") anterior începerii acţiunii manipulative nu reprezintă o condiţie pentru utilizarea procedeului „*trash and cash*". Este foarte posibil să existe o piaţă în creştere pentru instrumentul financiar respectiv, iar acţiunile manipulatorului să fie atât de eficace încât să schimbe trendul. Este adevărat însă că o schimbare bruscă de trend, fără existenţa unor motive obiective, poate constitui un indiciu pentru autorităţi în sensul existenţei unor tentative de manipulare a pieţei instrumentului financiar respectiv.

Metoda „*short and distort*" poate fi pusă în aplicare prin aşa-numitele tranzacţii de vânzare în lipsă descoperite („***naked short selling***"). În cazul iniţierii de poziţii *short*, fără a reuşi să fie împrumutate titlurile necesare la scadenţă, titlurile nu pot fi livrate cumpărătorului. O astfel de conduită are drept efect o scădere a preţului instrumentului financiar respectiv[3], pentru că se creează presiune la vânzare, fără ca persoana care a iniţiat poziţia *short* să îşi închidă această poziţie prin adoptarea uneia de cumpărare, care ar avea efect pozitiv asupra preţului instrumentului financiar. Vânzările fără efectuarea livrării instrumentelor financiare – *Naked short sellings* pot interveni pe pieţele unde se pot efectua vânzări în lipsă, însă decontarea se efectuează cu livrare fizică.

În cazul *naked short sellings*, în ipoteza în care cumpărătorul sau casa de decontare-compensare nu insistă în livrarea instrumentelor financiare vândute, manipulatorul poate beneficia de scăderea preţului acestora, fără a investi nicio sumă de bani. El va putea să retragă din contul firmei sale de decontare sumele de bani reprezentând diferenţa dintre preţul de vânzare şi preţul de piaţă, deşi nu a livrat titlurile şi nici nu a investit vreo sumă pentru achiziţionarea acestora[1].

---

[1] *G. Thompson*, Don't Play in the Street: Unless You Know Which Direction Your Stock Is Travelling, Dearborn Trade Publishing, 2003, p. 164.

[2] *M. Howell*, Predators and Profits: 100+ Ways for Investors to Protect Their Nest Eggs, Prentice Hall PTR, 2003, p. 258.

[3] http://www.sec.gov/spotlight/keyregshoissues.htm.

La începutul anului 2005 SEC a emis o reglementare importantă în domeniul *„naked short selling"*, aşa numita *„SHO rule"*, în scopul prevenirii manipulării pieţei prin vânzări în lipsă, prin care impune, printre altele, ca firma de brokeraj care efectuează vânzări în lipsă, în nume propriu sau pentru clienţii săi, „să aibă temeiuri serioase pentru a considera că aceste titluri vor fi împrumutate până la data decontării". De asemenea, casa de brokeraj trebuie să închidă toate poziţiile clienţilor (care implică tranzacţii cu instrumente financiare ce se situează peste un anumit prag) cu întârzieri la decontare mai mari de 13 şedinţe consecutive de tranzacţionare[2].

Tranzacţiile care implică vânzări în lipsă pot avea drept obiectiv **menţinerea unui preţ artificial, anormal de scăzut** al instrumentelor financiare, această practică fiind prohibită şi considerată drept manipulare a pieţei de capital [în Legea nr. 297/2004, de dispoziţiile art. 244 alin. (5) lit. a) pct. 2]. Scăderea preţului instrumentelor financiare pe piaţa la vedere are consecinţe pozitive pentru acei investitori care au iniţiat poziţii *short* – de vânzare în lipsă. Pentru a se putea constata existenţa faptei de manipulare este necesar însă ca aceste tranzacţii să fie realizate la preţuri anormale, împotriva trendului pieţei. Acest trend trebuie analizat pe o perioadă suficient de mare pentru a se stabili dacă intervenţia presupusului manipulator a generat o schimbare semnificativă a sensului de evoluţie a cursului instrumentului financiar manipulat sau tranzacţiile acestuia s-au încadrat în evoluţia firească a preţului, care ar fi avut loc şi dacă respectivul investitor suspectat nu ar fi tranzacţionat.

O varietate a acestei metode manipulative o reprezintă practica denumită ***abusive squeeze*** (scoatere forţată abuzivă de pe piaţă a celorlalţi investitori), care poate fi pusă în aplicare de către iniţiatorul unor vânzări în lipsă împotriva unui cumpărător în marjă (deţinătorul unei poziţii *long*), care nemaiavând bani să menţină marja minimă obligatorie datorită scăderii continue a preţului va fi forţat să vândă instrumentele financiare deţinute. Metoda *abusive squeeze* constă aşadar în obligarea unor investitori care deţin o poziţie contrară cu a manipulatorului de a îşi închide poziţiile, fie că sunt poziţii de cumpărare – *„long"*, fie că sunt de vânzare în lipsă – *„short"*, la preţuri artificiale, fixate de manipulator, care abuzează de poziţia sa dominantă. În urma exercitării acestui abuz de poziţie dominantă, deţinătorii petiţiilor contrare celei iniţiate de către manipulator se văd nevoiţi să cumpere foarte scump instrumente financiare sau mărfuri pentru a-şi închide poziţia *„short"* sau să vândă foarte ieftin pentru a-şi închide poziţia *long*. În fapt, aceşti investitori sunt forţaţi să iasă de pe piaţă (*squeeze*) la preţuri care echivalează cu o pierdere financiară.

Cu toate acestea, situaţia în care anumiţi investitori sunt forţaţi să-şi închidă anumite poziţii *„short"* sau *„long"*, datorită condiţiilor pieţei – *„market tightness"*, lipsei unei cereri sau a unei oferte adecvate, a ofertei reduse şi scumpe de instrumente financiare îndeosebi, nu poate constitui în sine o practică manipulativă.

---

[1] *J.D. Finnerty*, Short Selling, Death Spiral Convertibles, And The Profitability Of Stock Manipulation, 2005, p. 36, http://ssrn.com/abstract=687282.

[2] Ibidem.

În concluzie, trebuie recunoscut faptul că interesul unui investitor care adoptă o poziţie *short* (vânzare în lipsă) pe piaţa derivatelor este în mod inevitabil contrar cu cel al investitorului care are o poziţie *long* (de cumpărare) referitoare la acelaşi instrument financiar. Deţinătorul poziţiei *short* va avea interesul deprecierii valorii respectivului instrument financiar, iar tranzacţiile sale pe **piaţa spot** (la vedere) vor trebui analizate din această perspectivă.

Pentru a se evita orice risc de manipulare a pieţei, cea mai sigură măsură ar apărea ca fiind instituirea unei interdicţii de tranzacţionare pe piaţa spot pentru acei investitori care au deschise poziţii pe piaţa instrumentelor derivate. O asemenea măsură ar fi însă, în primul rând, împotriva spiritului pieţei de capital, care promovează egalitatea de tratament a investitorilor şi absenţa oricărei discriminări. Apoi, ar avea efecte descurajante pentru investitorii de pe pieţele aflate sub o jurisdicţie care instituie asemenea prevederi restrictive, aceştia putând lua decizia de a-şi închide investiţiile de pe aceste pieţe.

Soluţia firească apare ca fiind instituirea unor norme juridice care să împiedice efectuarea de tranzacţii sau lansare de ordine cu caracter manipulativ. Aceste norme este necesar să fie aplicate de specialişti din cadrul autorităţii de supraveghere a pieţei (C.N.V.M. în cazul României) care să aprecieze cu echilibru, obiectivitate şi profesionalism situaţiile în care sunt indicii de manipulare a preţului, diferenţiindu-le de acelea în care un investitor încheie de bună-credinţă tranzacţii cu acelaşi instrument financiar atât pe piaţa spot, cât şi pe piaţa la termen.

O interpretare cu caracter restrictiv şi discriminator a normelor juridice este de natură să creeze abuzuri împotriva investitorilor de bună-credinţă şi să producă efecte nedorite asupra credibilităţii pieţei de capital respective.

Având în vedere strânsa legătură dintre piaţa la vedere şi piaţa instrumentelor derivate, precum şi interesele vădit contrare ale unor participanţi la piaţa derivatelor de cele ale altor participanţi la această piaţă, cu poziţii contrare, sau de cele ale investitorilor pe piaţa de capital la vedere este absolut necesară introducerea de urgenţă şi în legislaţia română a unor practici de piaţă acceptate, în conformitate cu principiile enunţate de CESR. Numai în acest mod se va realiza o asanare a pieţelor din România, o limpezire a spiritului normelor juridice aplicabile, situaţie de natură a sprijini creşterea încrederii investitorilor în piaţa românească.

Spre exemplu, practicile de ***hedging*** sunt acceptate în toate jurisdicţiile importante, ca strategii de diminuare a riscului, de minimizare a expunerii pe o anumită piaţă şi pe un anumit instrument financiar. Adoptarea unor poziţii *short* de către anumiţi investitori pe piaţa derivatelor sau chiar pe piaţa spot, atunci când se manifestă un trend clar de scădere al pieţei, este o măsură de protecţie a acestora împotriva riscului deprecierii accelerate a instrumentelor deţinute în portofoliu şi tranzacţionate pe piaţa la vedere.

Tot astfel, **arbitrajul** este considerat o practică legală care presupune obţinerea unui câştig din diferenţele de preţ între două sau mai multe pieţe. Aceste pieţe pot fi una sau mai multe pieţe la vedere şi una sau mai multe pieţe de derivate.

A interzice asemenea practici, în mod direct sau indirect, ar fi dăunător dezvoltării unei pieţe de capital, chiar dacă riscul unor fapte de manipulare a pieţei subzistă în lipsa unei prohibiţii totale.

Secţiunea a 4-a. Orientări privind viitoarea reglementare din cadrul legislaţiei Uniunii Europene a vânzărilor în lipsă

Organizaţia Internaţională a Reglementatorilor în Valori Mobiliare (IOSCO) a elaborat o serie de recomandări în materia vânzărilor în lipsă care sunt subsumate unui număr de patru principii[1]:

a) vânzarea în lipsă trebuie să fie obiectul unui control adecvat care să reducă sau să minimizeze riscul potenţial care poate afecta funcţionarea ordonată şi eficientă, precum şi stabilitatea pieţelor financiare.

b) vânzarea în lipsă trebuie să fie obiectul unui regim de raportare a informaţiilor către piaţă sau către autorităţile pieţei.

c) vânzarea în lipsă trebuie să fie obiectul unui sistem care să asigure respectarea şi punerea în executare a cadrului legal;

d) reglementarea vânzării în lipsă trebuie să permită excepţii adecvate pentru anumite tipuri de tranzacţii în vederea eficientizării funcţionării pieţelor şi a dezvoltării acestora.

În acest context, în momentul de faţă există în dezbatere publică o propunere a Comisiei Europene privind adoptarea unui regulament privind vânzările în lipsă şi anumite aspecte ale *swapului* pe riscul de credit[2].

În cadrul pct. 3.2 al expunerii de motive ale acestei propuneri de act normativ se menţionează că „vânzarea în lipsă a unui instrument financiar poate avea loc pe orice piaţă unde respectivul instrument este cotat sau pe o piaţă nereglementată, ceea ce înseamnă că vânzarea poate avea loc chiar şi pe alte pieţe decât piaţa primară a emitentului în cauză". Propunerea vizează cerinţele de transparenţă aplicabile persoanelor fizice şi juridice cu poziţii scurte importante pe acţiuni UE şi datorie UE suverană şi persoanelor fizice şi juridice cu poziţii importante pe *swapuri* pe riscul de credit raportate la emitenţi europeni de datorie suverană. Pentru a permite monitorizarea continuă a poziţiilor, regimurile de transparenţă prevăd obligaţia notificării şi/sau publicării de informaţii în cazurile în care modificarea unei poziţii nete implică o creştere sau o scădere peste sau sub anumite praguri. Cerinţele de transparenţă nu se vor aplica doar poziţiilor *short* create prin tranzacţionarea acţiunilor, ci şi poziţiilor scurte create prin tranzacţionarea în afara locurilor de tranzacţionare (aşa-numitele tranzacţii extrabursiere).

Propunerea de regulament are drept scop interzicerea vânzărilor în lipsă descoperite („*naked short selling*"), în cadrul pct. 3.3.3. al expunerii de motive arătându-se că trebuie ca în momentul vânzării persoanele fizice sau juridice care efectuează o vânzare în lipsă a unor asemenea instrumente să le fi împrumutat, să fi încheiat un acord pentru împrumutarea acestora sau să fi făcut alte aranjamente care să asigure că titlurile de valoare pot fi împrumutate astfel încât decontarea să se efectueze la termenul prevăzut. Tot astfel, se prevede că, în caz de nedecontare, trebuie aplicate amenzi zilnice. În plus, locurile de tranzacţionare vor putea interzice unei persoane fizice sau juridice care s-a angajat într-o vânzare în lipsă şi nu a reuşit să o deconteze să efectueze şi alte vânzări în lipsă.

---

[1] http://www.iosco.eu/.

[2] http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com%282010%290482_/com_com%282010%290482_ro.pdf.

Capitolul II. Elemente specifice ale contractelor de vânzare-cumpărare de acţiuni încheiate în cadrul operaţiunii de răscumpărare a propriilor acţiuni

Secţiunea 1. Regimul juridic aplicabil

Răscumpărarea propriilor acţiuni de către o societate emitentă presupune respectarea unor exigenţe care îşi au izvorul atât în dreptul comun, Legea societăţilor comerciale nr. 31/1990, cât şi în legislaţia specială a pieţei de capital, în cazul societăţilor listate. În cazul în care societatea este admisă la tranzacţionare pe o piaţă reglementată procedura răscumpărării propriilor acţiuni va trebuie să se conformeze prevederilor speciale, respectiv celor din Regulamentul CE nr. 2273/2003[1]. Actualele prevederi din legea română a societăţilor comerciale transpun dispoziţiile Directivei Consiliului nr. 77/91/CEE, numită Directiva a II-a a Consiliului[2].

Regulamentul comunitar reprezintă un act normativ de directă aplicare, conform art. 288 alin. (2) din Tratatul de Funcţionare a Uniunii Europene (fostul art. 249 din Tratatul pentru Instituirea Comunităţilor Europene) fiind obligatoriu pe teritoriul României începând cu 1 ianuarie 2007.

Contractele de vânzare-cumpărare de acţiuni încheiate în cadrul operaţiunii de răscumpărare a propriilor acţiuni de către societatea emitentă, reprezintă varietăţi ale contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni, fiind supuse unor rigori statuate prin norme juridice imperative.

Dispoziţiile Regulamentului CE nr. 2273/2003 sunt aplicabile numai emitenţilor admişi la tranzacţionare pe o piaţă reglementată.

Este necesar să precizăm că Legea nr. 31/1990 conţine mai multe norme juridice care vizează instituţia juridică a răscumpărării propriilor acţiuni de către societatea emitentă. Astfel, dreptul comun este conţinut de art. 103[1] din Legea nr. 31/1990, care stabileşte condiţiile în care, de regulă, o societate emitentă poate să îşi răscumpere propriile acţiuni. Dispoziţiile art. 104 din Legea nr. 31/1990 determină excepţiile de la dreptul comun, în timp ce prevederile art. 104[1] conturează sancţiunile aplicabile pentru nerespectarea condiţiilor de dobândire de către societatea emitentă a propriilor acţiuni. Dispoziţiile art. 134 din Legea societăţilor comerciale prevăd anumite cazuri speciale de răscumpărare forţată a propriilor acţiuni, în timp ce prevederile art. 207

---

[1] J.O. nr. L 336 din 23.12.2003.

[2] Publicată în J.O. nr. L din 26, 31.1.1977.

alin. (1) lit. c) introduc posibilitatea reducerii capitalului social prin răscumpărarea propriilor acţiuni urmată de anularea lor.

Secţiunea a 2-a. Principiile care guvernează derularea programelor de răscumpărare în cazul societăţilor admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată

Programele de răscumpărare a propriilor acţiuni adoptate de către un emitent admis la tranzacţionare pe o piaţă reglementată trebuie să respecte o serie de principii înscrise în „Preambulul” Regulamentului Comisiei Europene nr. 2273/2003.

2.1. Principiul transparenţei

Având în vedere faptul că asigurarea unui înalt grad de transparenţă contribuie la evitarea apariţiei faptelor din sfera abuzului de piaţă, emitenţii care au adoptat programe de răscumpărare trebuie să informeze autoritatea competentă de care depind cu privire la aceasta, precum şi, după caz, publicul. Investitorii trebuie să cunoască cu promptitudine şi într-un mod clar şi complet detaliile esenţiale ale tuturor tranzacţiilor prin care societatea emitentă şi-a răscumpărat propriile acţiuni, pentru a nu fi induşi în eroare de anumite elemente neobişnuite (preţ, volum) ale tranzacţiilor respective.

2.2. Principiul limitării volumelor de acţiuni tranzacţionate în cadrul unui program de răscumpărare

Pentru a se evita abuzurile de piaţă, volumul zilnic de operaţiuni cu acţiuni proprii efectuate în cadrul programului de răscumpărare trebuie limitat. Cu toate acestea, o anumită flexibilitate se impune pentru adaptarea la condiţiile pieţei, de exemplu la un slab nivel de tranzacţionare. Implementarea acestui principiu este necesar a se realiza în dreptul intern al statelor membre ţinându-se cont de specificul fiecărei pieţe în privinţa gradului de lichiditate.

În doctrina română[1], pornind de la dispoziţiile art. 103 alin. (1) din Legea nr. 31/1990, s-a făcut vorbire de un veritabil principiu al interdicţiei dobândirii propriilor acţiuni de către societatea emitentă. În condiţiile în care răscumpărarea propriilor acţiuni de către societatea emitentă reprezintă o operaţiune juridică permisă în anumite condiţii, fiind eficientă economic şi utilizată relativ frecvent în practică, apreciem că nu se poate susţine teza existenţei unei legi de bază, a unui principiu al interdicţiei de dobândire a propriilor acţiuni.

De altfel, interpretând literal textul art. 103 alin. (1), precum şi cel al art. 103^1 din Legea nr. 31/1990, observăm o diferenţă esenţială de abordare a legiuitorului, sesizată şi de autorul sus-menţionat. În timp ce dispoziţiile art. 103 alin. (1) vizează „subscrierea” acţiunilor de către societatea emitentă, prevederile art. 103^1 sunt incidente în cazul „dobândirii” propriilor acţiuni. Concluzia logică ce se impune este aceea că o societate comercială nu va putea să efectueze operaţiunea juridică de subscriere a propriilor acţiuni în nicio condiţie, însă societatea emitentă va putea să dobândească propriile acţiuni în orice alt mod în afara subscrierii. În mod evident noţiunea de „subscriere" vizează achiziţionarea unor acţiuni nou emise, fie la constituirea societăţii, fie cu ocazia majorării de capital social, care fac obiectul unei oferte publice sau private[1], în timp ce noţiunea de „dobândire" se referă la acţiuni deja emise care se află în circulaţie, în patrimoniul altor persoane.

---

[1] *C. Predoiu*, în *St.D. Cărpenaru, S. David, C. Predoiu, Gh. Piperea*, op. cit., 2009, p. 370-371.

Secţiunea a 3-a. Limitele principiului libertăţii contractuale în materia răscumpărării propriilor acţiuni de către societatea emitentă

3.1. Condiţiile în care o societate poate dobândi propriile acţiuni

Regulamentul CE nr. 2273/2003 prevede că programele de răscumpărare a propriilor acţiuni trebuie să respecte prevederile art. 19 alin. (1) din Directiva a II-a a Comunităţilor Economice Europene, Directiva nr. 77/91/EEC[2].

În dreptul român, o societate comercială fie că este admisă la tranzacţionare pe o piaţă reglementată, fie că este listată într-un alt tip de sistem de tranzacţionare, care nu întruneşte condiţiile de a fi calificat drept piaţă reglementată, fie că este de tip închis, nelistată, poate dobândi propriile acţiuni, conform art. 103[1] din Legea nr. 31/1990, direct sau prin intermediul unei persoane acţionând în nume propriu, numai cu îndeplinirea următoarelor condiţii:

– existenţa hotărârii de autorizare a dobândirii adoptată de adunarea generală extraordinară, care va stabili condiţiile acestei dobândiri, în special numărul maxim de acţiuni ce urmează a fi dobândite, durata pentru care este acordată autorizaţia şi care nu poate depăşi 18 luni de la data publicării hotărârii în Monitorul Oficial al României, Partea a IV-a, şi, în cazul unei dobândiri cu titlu oneros, contravaloarea lor minimă şi maximă, precum şi perioada în care se va derula programul de răscumpărare a propriilor acţiuni;

– valoarea nominală a acţiunilor proprii dobândite de societate, inclusiv a celor aflate deja în portofoliul său, nu poate depăşi 10% din capitalul social subscris;

– tranzacţia poate avea ca obiect doar acţiuni integral liberate;

– plata acţiunilor astfel dobândite se va face numai din profitul distribuibil sau din rezervele disponibile ale societăţii, înscrise în ultima situaţie financiară anuală aprobată, cu excepţia rezervelor legale.

S-a afirmat[3] că această hotărâre de încuviinţare a dobândirii propriilor acţiuni va putea fi luată şi de către consiliul de administraţie/administratorul unic, în ipoteza în care i-au fost delegate anumite atribuţii de către adunarea generală extraordinară a acţionarilor, în temeiul art. 114 din Legea nr. 31/1990, cu condiţia ca achiziţionarea propriilor acţiuni să se efectueze în scopul în care au fost delegate atribuţiile. Această soluţie este justificată în cazul în care consiliul de administraţie a fost împuternicit să mute sediul societăţii, să schimbe obiectul de activitate sau să reducă capitalul social. În primele două ipoteze, societatea va putea fi nevoită să răscumpere acţiunile deţinute de acţionarii care doresc să se retragă din societate, în temeiul art. 134 din Legea nr. 31/1990, în ultima situaţie, va fi nevoită să-şi răscumpere acţiunile în vederea anulării acestora şi reducerii pe cale de consecinţă a capitalului social.

---

[1] În acelaşi sens, *C. Cucu, M-V. Gavriş, C-G. Bădoiu, C. Haraga*, Legea societăţilor comerciale nr. 31/1990. Repere bibliografice. Practică judiciară. Decizii ale Curţii Constituţionale. Adnotări, Ed. Hamangiu, 2007, p. 187.

[2] JO nr. L 026 din 31.01.1977.

[3] *St.D. Cărpenaru, S. David, C. Predoiu, Gh. Piperea*, op. cit., 2002, p. 238.

Este necesară aşadar exprimarea voinţei juridice a acţionarilor societăţii şi adoptarea unei hotărâri a AGA, în virtutea principiului majoritar, în sensul creării unei situaţii juridice la care se referă dispoziţiile art. 134 din Legea nr. 31/1990 sau în sensul diminuării capitalului social. AGEA va decide, în principiu, una dintre operaţiunile la care se referă art. 134 din Legea nr. 31/1990, împuternicind consiliul de administraţie, în baza art. 114 din acelaşi act normativ, să îndeplinească operaţiunile şi formalităţile necesare punerii în aplicare a hotărârii AGEA.

Se vor putea dobândi doar acţiuni integral liberate, cu condiţia ca întregul capital social să fie vărsat.

Potrivit dispoziţiilor art. 104 alin. (1) din Legea nr. 31/1990, restricţiile prevăzute la art. 103^1 nu se aplică:

a) acţiunilor dobândite în conformitate cu art. 207 alin. (1) lit. c) din Legea nr. 31/1990, ca urmare a unei decizii a adunării generale de reducere a capitalului social prin dobândirea propriilor acţiuni urmată de anularea lor;

b) acţiunilor dobândite ca urmare a unui transfer cu titlu universal;

c) acţiunilor integral liberate, dobândite prin efectul unei hotărâri judecătoreşti, într-o procedură de executare silită împotriva unui acţionar, debitor al societăţii;

d) acţiunilor integral liberate, dobândite cu titlu gratuit.

Aceste restricţii nu sunt incidente nici în situaţia în care sunt aplicabile dispoziţiile art. 134 din Legea nr. 31/1990 referitoare la obligaţia societăţii emitente de a-şi răscumpăra propriile acţiuni în cazul în care intervin anumite evenimente importante în funcţionarea societăţii.

Directiva a II-a a Consiliului prevede în cadrul art. 19 alin. (2) prerogativa legiuitorului naţional de a stipula derogări de la normele juridice care instituie restricţiile dobândirii propriilor acţiuni de către societatea emitentă, „dacă **achiziţionarea** de către societate a propriilor acţiuni **este necesară pentru a evita ca societatea să sufere prejudicii iminente şi semnificative**. În acest caz, următoarea adunare generală trebuie să fie informată de către organul de administrare sau conducere cu privire la motivele sau natura achiziţiei efectuate, numărul şi valoarea nominală sau, în absenţa unei valori nominale, echivalentul contabil al acţiunilor achiziţionate, proporţia din capitalul subscris pe care acestea o reprezintă şi contravaloarea acestor acţiuni".

Totodată, dispoziţiile art. 20 din Directivă prevăd posibilitatea introducerii în legislaţiile naţionale a unor derogări de la îndeplinirea condiţiilor limitative privind răscumpărarea propriilor acţiuni, în următoarele cazuri, neavute în vedere de către legiuitorul român:

- acţiunile achiziţionate de la un acţionar în cazul în care nu au fost achitate;
- acţiunile achiziţionate pentru despăgubirea acţionarilor minoritari la societăţi asociate;

- acțiunile integral achitate, achiziționate în cadrul unei vânzări impuse printr-o hotărâre judecătorească pentru plata unei creanțe datorate societății de către proprietarul acțiunilor;
- acțiunile integral achitate, emise de o societate de investiții cu capital fix și achiziționate la cererea investitorului de societatea în cauză sau de o societate comercială asociată; aceste achiziții nu trebuie să conducă la reducerea activului net sub cuantumul capitalului subscris plus eventualele rezerve a căror repartizare este interzisă de lege.

Legiuitorul comunitar permite statelor membre să stabilească în cadrul legilor interne posibilitatea răscumpărării de către societatea emitentă, fără restricții, a propriilor acțiuni în toate aceste cazuri sus-menționate, pentru primele trei situații subzistând însă obligația înstrăinării acestor acțiuni în maxim trei ani de la data dobândirii lor, la fel ca și în cazurile de excepție prevăzute în legislația română (mai puțin în situația dobândirii propriilor acțiuni în vederea diminuării capitalului social), cu excepția cazului în care valoarea nominală sau, în absența valorii nominale, echivalentul contabil al acțiunilor achiziționate, inclusiv acțiunile pe care societatea le-a achiziționat prin intermediul unei persoane acționând în nume propriu, dar în contul societății, nu depășește 10% din capitalul subscris.

3.2. Subscrierea acțiunilor de către o persoană care acționează în nume propriu, dar în contul societății emitente

Legea nr. 441/2006[1] pentru modificarea și completarea Legii nr. 31/1990 privind societățile comerciale, republicată, și a Legii nr. 26/1990 privind registrul comerțului, republicată a introdus o interdicție de a subscrie acțiunile unei societăți și pentru persoana interpusă care acționează în contul acelei societăți. Astfel, potrivit art. 103 alin. (2) din Legea nr. 31/1990, dacă acțiunile unei societăți sunt subscrise de o persoană acționând în nume propriu, dar în contul societății în cauză, se consideră că subscriitorul a subscris acțiunile pentru sine, în nume propriu, fiind obligat să achite contravaloarea acestora.

Persoana la care se referă art. 103 din Legea nr. 31/1990 poate să fie deopotrivă o persoană fizică ori o persoană juridică.

3.3. Obiectivele răscumpărării propriilor acțiuni de către o societate admisă la tranzacționare pe o piață reglementată

În principiu, orice operațiune efectuată pe o piață reglementată de capital trebuie să se supună exigențelor Directivei Parlamentului European și a Consiliului nr. 2003/6/CE privind abuzul de piață. Dispozițiile art. 8 ale acestui act normativ comunitar instituie excepții de la aplicarea regimului juridic al abuzului de piață, în cadrul acestora intrând și programele privind răscumpărarea propriilor acțiuni derulate de către societățile emitente listate pe o piață reglementată.

Normele juridice incidente, respectiv art. 3 din Regulamentul CE nr. 2273/2003, prevăd drept **singure obiective admisibile ale programului de răscumpărare** următoarele:

---

[1] M.Of. nr. 955 din 28 noiembrie 2006.

a) reducerea capitalului social;

b) onorarea obligaţiilor ce îi revin emitentului ca urmare a emisiunii unor titluri de creanţă (obligaţiuni) convertibile în acţiuni sau derularea unor programe de opţiuni pe acţiuni sau de alocare de acţiuni către salariaţi sau unei societăţi asociate.

În cazul situaţiei prezentate la lit. b) ultima teză vizează, spre exemplu, situaţia în care s-a născut necesitatea obţinerii unei finanţări din partea unei societăţi din cadrul aceluiaşi grup, iar rambursarea împrumutului se realizează prin alocarea de acţiuni către împrumutător.

Este de subliniat faptul că limitarea la obiectivele sus-menţionate se manifestă numai în situaţia emitenţilor admişi la tranzacţionare pe o piaţă reglementată.

Instituirea unei astfel de restricţii, la anumite obiective limitativ determinate de lege, se întemeiază pe principiul protecţiei investitorilor şi are drept raţiune împiedicarea acţionarului majoritar de a elimina din acţionariatul societăţii acţionarii care au deţineri reduse.

3.4. Regimul juridic aplicabil subscrierii, deţinerii şi dobândirii de acţiuni de către o societate controlată de societatea emitentă

Potrivit dispoziţiilor art. 107^1 din Legea nr. 31/1990, care reiau prevederile art. 24a din Directiva a II-a a Consiliului (Directiva 77/91/CEE), „subscrierea, dobândirea sau deţinerea de acţiuni ale unei societăţi pe acţiuni de către o altă societate la care societatea pe acţiuni deţine, direct sau indirect, majoritatea drepturilor de vot sau ale cărei decizii pot fi influenţate în mod semnificativ de societatea pe acţiuni este considerată ca fiind efectuată de către societatea pe acţiuni însăşi".

Cu alte cuvinte, norma legală vizează ipoteza în care societatea emitentă este un acţionar care deţine controlul asupra unei alte societăţi care subscrie acţiunile în cauză.

Aceste dispoziţii sunt incidente şi în cazul în care societatea controlată de emitent se află sub jurisdicţia unui alt stat.

În cuprinsul art. 107^1 se face vorbire, în mod indirect de instituţia juridică a controlului, prin utilizarea sintagmelor „o altă societate la care societatea pe acţiuni deţine, direct sau indirect, majoritatea drepturilor de vot sau ale cărei decizii pot fi influenţate în mod semnificativ de societatea pe acţiuni".

Legea română a societăţilor comerciale nu defineşte noţiunea de control. Din interpretarea art. 107^1 ar rezulta că această instituţie juridică presupune două ipoteze:

a) deţinerea majorităţii drepturilor de vot în adunarea generală, situaţie în care de regulă, societatea în cauză are calitatea de acţionar majoritar;

b) puterea de a influenţa semnificativ deciziile societăţii (spre exemplu, în situaţia în care, deşi un acţionar nu deţine majoritatea drepturilor de vot, poate să impună adoptarea în adunările generale a deciziilor care corespund intereselor sale, fie pentru că nu se poate coagula o majoritate de către ceilalţi acţionari, fie pentru că a încheiat acorduri cu alţi acţionari care îi conferă controlul asupra majorităţii drepturilor de vot.

A defini noţiunea de control numai prin aceste două componente ar reprezenta o abordare incompletă a acestei instituţii juridice, mai ales în condiţiile în care legiuitorul comunitar a oferit o definiţie legală sensibil mai amplă.

Dispoziţiile art. 2 alin. (1) lit. f) din Directiva Parlamentului şi Consiliului European nr. 109/2004/CE privind armonizarea obligaţiilor de transparenţă în ceea ce priveşte informaţia referitoare la emitenţii ale căror valori mobiliare sunt admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată şi de modificare a Directivei 2001/34/CE[1] arată că **„întreprindere controlată"** este orice întreprindere (societate emitentă):

(i) în care o persoană fizică sau juridică deţine majoritatea drepturilor de vot sau

(ii) în care o persoană fizică sau juridică are dreptul de a numi sau de a revoca majoritatea membrilor organului de administraţie, de conducere sau de supraveghere, fiind, în acelaşi timp, deţinătoare de acţiuni sau asociată a întreprinderii în cauză sau

(iii) în care o persoană fizică sau juridică este deţinător de acţiuni sau asociat şi controlează singură, în temeiul unui acord încheiat cu alţi deţinători de acţiuni sau asociaţi ai întreprinderii în cauză, majoritatea drepturilor de vot ale deţinătorilor de acţiuni sau asociaţi sau

(iv) asupra căreia o persoană fizică sau juridică are puterea de a exercita sau exercită efectiv o influenţă dominantă sau un control;

În legislaţia română art. 2 alin. (1) pct. 16 lit. b) din Legea nr. 297/2004 privind piaţa de capital defineşte instituţia controlului ca reprezentând „relaţia dintre societatea-mamă şi o filială sau o relaţie similară între orice persoană fizică sau juridică şi o societate comercială; orice filială a unei filiale va fi considerată o filială a societăţii-mamă, care este în fapt entitatea care controlează aceste filiale".

În ceea ce priveşte conţinutul instituţiei juridice a filialei, acesta excede cadrul determinat de dispoziţiile legii române a societăţilor comerciale, căpătând înţelesul conturat de dispoziţiile art. 2 alin. (1) pct. 6 raportate la cele ale art. 2 alin. (1) pct. 27 din Legea nr. 297/2004. Astfel, filiala este reprezentată de orice societate comercială în cadrul căreia există un asociat sau un acţionar persoană juridică care:

a) deţine direct sau indirect majoritatea drepturilor de vot la aceasta;

b) poate să numească sau să revoce majoritatea membrilor organelor de administrare sau de control ori alte persoane cu putere de decizie în societatea respectivă;

c) poate exercita o influenţă semnificativă asupra entităţii la care este acţionar sau asociat, în virtutea unor clauze cuprinse în contracte încheiate cu entitatea respectivă sau a unor prevederi cuprinse în actul constitutiv al acestei entităţi;

d) este acţionar sau asociat al unei entităţi şi:

- a numit singur, ca rezultat al exercitării drepturilor sale de vot, majoritatea membrilor organelor de administrare sau de control ori majoritatea conducătorilor filialei în ultimele două exerciţii financiare, sau
- controlează singur, în baza unui acord încheiat cu ceilalţi acţionari sau asociaţi, majoritatea drepturilor de vot.

Directiva a II-a a Consiliului prevede în cadrul art. 24 alin. (4) şi anumite situaţii de excepţie, în care actele juridice de subscriere sau de dobândire a acţiunilor de către societatea controlată de societatea emitentă pot să nu fie asimilate subscrierii sau dobândirii propriilor acţiuni:

- atunci când subscrierea, achiziţia sau deţinerea este efectuată în numele unei alte persoane decât persoana care subscrie, achiziţionează sau deţine acţiuni, care nu este nici societatea comercială pe acţiuni emitentă, nici altă societate comercială la care societatea comercială pe acţiuni deţine, direct sau indirect, majoritatea drepturilor de vot sau la care poate exercita o influenţă dominantă, direct sau indirect;

---

[1] J.O. nr. L 390 din 31.12.2004.

- atunci când subscrierea, achiziţia sau deţinerea este efectuată de altă societate comercială în calitatea sa şi în contextul activităţii sale ca agent profesionist de titluri de valoare, cu condiţia ca aceasta să fie membru al unei burse de valori situate sau operând într-un stat membru sau să fie aprobată sau supervizată de o autoritate a statului membru cu competenţe în supravegherea agenţilor profesionişti de titluri de valoare, care, în înţelesul prezentei directive, pot să includă instituţii de credit;
- atunci când acţiunile deţinute la o societate comercială pe acţiuni de altă societate comercială au fost achiziţionate înainte de stabilirea raporturilor de control dintre cele două societăţi comerciale.

3.5. Dobândirea acţiunilor „rambursabile"

Acţiunile rambursabile sunt acele acţiuni asupra cărora există o opţiune de răscumpărare care poate fi exercitată fie de către emitent, fie de către acţionar, fie de către ambii[1]. Legislaţia română nu prevede acest tip de acţiuni.

Legiuitorul comunitar a prevăzut în cadrul art. 39 din Directiva a II-a a Consiliului condiţiile în care se pot răscumpăra aceste acţiuni rambursabile. Astfel, în ipoteza în care există posibilitatea conferită de legislaţia unui stat membru ca societăţile comerciale să emită acţiuni rambursabile, este necesar ca legiuitorul naţional să impună îndeplinirea unor condiţii minimale:

a) răscumpărarea trebuie să fie permisă prin statutul sau actul constitutiv al societăţii înainte de subscrierea acţiunilor care urmează să fie răscumpărate;

b) acţiunile trebuie să fie achitate integral;

c) condiţiile şi modul de răscumpărare sunt stabilite prin statutul sau actul constitutiv al societăţii;

d) răscumpărarea se poate face doar utilizând sume disponibile pentru repartizare sau sume obţinute dintr-o nouă emisiune realizată în vederea efectuării rambursării în cauză;

e) o sumă egală cu valoarea nominală sau, în absenţa acesteia, cu echivalentul contabil al tuturor acţiunilor răscumpărate trebuie depusă într-o rezervă care nu poate fi repartizată acţionarilor, exceptând cazul unei reduceri a capitalului subscris; rezerva în cauză poate fi utilizată doar pentru majorarea capitalului subscris prin capitalizarea rezervelor; această condiţie nu este aplicabilă dacă răscumpărarea se face cu sume obţinute dintr-o nouă emisiune realizată în vederea efectuării rambursării în cauză;

f) dacă se prevede plata unei prime către acţionari ca urmare a răscumpărării, prima poate fi plătită doar din sumele disponibile pentru repartizare sau dintr-o altă rezervă decât cea menţionată la lit. e) care nu poate fi repartizată acţionarilor, exceptând cazul unei reduceri a capitalului subscris; rezerva în cauză poate fi utilizată doar pentru majorarea capitalului subscris prin capitalizarea rezervelor sau pentru acoperirea costurilor pe care societatea trebuie să le suporte sau care îi pot fi imputate pentru constituire și, dacă este cazul, înainte ca societatea să fie autorizată să își înceapă activitatea sau a costurilor emisiunii de acțiuni sau obligațiuni sau pentru plata unei prime către deținătorii de acțiuni sau obligațiuni răscumpărabile.

---

[1] http://www.investorwords.com/4102/redeemable_shares.html.

Secțiunea a 4-a. Modalitatea efectuării operațiunii de răscumpărare a propriilor acțiuni

4.1. Etapele operațiunii de răscumpărare a propriilor acțiuni

Operațiunea de răscumpărare a propriilor acțiuni în cazul unei societăți admise la tranzacționare pe o piață reglementată sau într-un sistem alternativ de tranzacționare, ori pe piața Rasdaq, presupune parcurgerea următoarei proceduri:

a) stabilirea valorii maxime și minime la care se va realiza răscumpărarea acțiunilor, pe baza unui raport de evaluare sau pe baza unei analize a organismelor de conducere ale societății, care va lua în considerare prețul de piață al titlurilor respective;

b) adoptarea unei hotărâri a AGEA;

c) înregistrarea respectivei Hotărâri la Oficiul Registrului Comerțului;

d) încheierea unui contract de intermediere cu o societate de servicii de investiții financiare;

e) efectuarea propriu-zisă a tranzacțiilor de cumpărare a acțiunilor, în contul acestei societăți de pe Piața Rasdaq, cu respectarea limitelor stabilite de către AGEA;

f) eventual, anularea acțiunilor răscumpărate și diminuarea corespunzătoare a capitalului social.

4.2. Reguli privind stabilirea prețului

Condițiile referitoare la prețul de răscumpărare sunt conținute în art. 103^1 din Legea nr. 31/1990 și în Regulamentul CE nr. 2273/2003. Astfel,

a) Potrivit dispozițiilor art. 103^1 din Legea nr. 31/1990, hotărârea AGEA trebuie să stabilească numărul maxim de acțiuni ce urmează a fi dobândite, durata pentru care este acordată autorizația și care nu poate depăși 18 luni de la data publicării hotărârii în Monitorul Oficial al României, Partea a IV-a, și, în cazul unei dobândiri cu titlu oneros, **contravaloarea lor minimă și maximă;**

b) Potrivit dispozițiilor art. 5 din Regulamentul CE nr. 2273/2003, în ceea ce privește prețul, la efectuarea unor operațiuni în cadrul unui program de răscumpărare, emitentul **nu va putea să cumpere acțiuni la un preț mai mare decât cel al ultimei operațiuni independente sau al ofertei independente actuale celei mai ridicate pe piața pe care se efectuează achiziția, în cazul în care prețul este mai mare.** În cazul în care această piață nu este reglementată, prețul ultimei operațiuni independente sau al ofertei independente actuale celei mai ridicate, considerat preț de referință, este cel al pieței reglementate a statului membru în care are loc achiziția;

c) În cazul în care emitentul achiziționează acțiuni proprii **cu ajutorul instrumentelor financiare derivate,** prețul de cumpărare al acestora nu poate fi mai mare decât prețul ultimei tranzacții independente anterioare sau, dacă prețul este mai mare, al ofertei independente actuale celei mai ridicate.

Pentru a răspunde acestor două exigențe legale, este necesar așadar ca AGEA să stabilească **valoarea minimă** la care se poate efectua răscumpărarea propriilor acțiuni, neexistând niciun prag legal care să limiteze valoarea inferioară a prețului răscumpărării.

În ceea ce privește valoarea maximă a prețului de răscumpărare, aceasta trebuie să fie inferioară ultimului preț înregistrat pe piață, în care nu au fost implicate persoane inițiate sau persoane afiliate emitentului.

4.3. Reguli privind volumul acțiunilor ce fac obiectul operațiunilor de răscumpărare

Volumul total al acțiunilor răscumpărate trebuie să se situeze sub o anumită limită conturată de dispozițiile legale incidente, conținute în Legea nr. 31/1990 și în Regulamentul CE nr. 2273/2003.

Conform art. 103^1 alin. (1) lit. b) din Legea nr. 31/1990, valoarea nominală a acțiunilor proprii dobândite de societate, inclusiv a celor aflate deja în portofoliul său, nu poate depăși 10% din capitalul social subscris. Având în vedere faptul că, în cazul societăților admise la tranzacționare pe o piață reglementată, capitalul social este împărțit în acțiuni nominative ce au o valoare egală, rezultă că operațiunea de răscumpărare **nu va putea depăși limita de 10% din totalul acțiunilor emitentului.**

Conform, prevederilor art. 5 alin. (2) din Regulamentul CE nr. 2273/2003, emitentul nu poate cumpăra mai mult de 25% din cantitatea medie zilnică de acțiuni care sunt tranzacționate pe piața reglementată pe care se efectuează achiziția. Cantitatea medie zilnică se calculează pe baza volumului mediu zilnic de operațiuni realizate în cursul lunii anterioare celei în care programul este făcut public și stabilit pe această bază pe durata autorizată pentru programul respectiv. În cazul în care programul nu se referă la această cantitate, cantitatea medie zilnică se calculează pe baza cantității medii zilnice de acțiuni tranzacționate pe durata a douăzeci de zile de tranzacționare anterioare zilei în care se efectuează achiziția.

În cazul în care lichiditatea pieței este extrem de slabă, emitentul poate depăși plafonul de 25%, menționat anterior, cu condiția:

a) să informeze în prealabil autoritatea competentă a pieței respective în legătură cu intenția de depășire a plafonului;

b) să anunțe corespunzător publicului această posibilitate de depășire a plafonului;

c) să nu depășească 50% din volumul mediu zilnic.

Secțiunea a 5-a. Efectele juridice ale operațiunii de răscumpărare a propriilor acțiuni de către societatea emitentă

5.1. Intrarea în patrimoniul societății emitente a propriilor acțiuni. Limitarea drepturilor aferente acțiunilor răscumpărate

Prin dobândirea propriilor acțiuni de către societatea emitentă, aceasta devine propriul său acționar. Normele legale în vigoare stabilesc însă o serie de restricționări ale exercitării drepturilor societății emitente ce derivă din calitatea sa de acționar.

Astfel, potrivit dispoziţiilor art. 105 alin. (1) din Legea nr. 31/1990, acţiunile dobândite în conformitate cu dispoziţiile art. 103^1 şi 104 nu dau dreptul la dividende pe perioada deţinerii lor de către societate. Tot astfel, potrivit art. 105 alin. (2) din Legea societăţilor comerciale dreptul de vot conferit de acţiunile proprii deţinute va fi suspendat pe perioada deţinerii lor de către societate.

Trebuie subliniat faptul că textul art. 105 este incident în toate situaţiile în care societatea deţine propriile sale acţiuni, întrucât dispoziţiile art. 103^1 şi 104 din Legea nr. 31/1990 acoperă toate situaţiile posibile în care un emitent poate să dobândească propriile acţiuni.

Mai mult decât atât, dispoziţiile art. 105 sunt incidente şi în situaţia în care o altă persoană fizică sau juridică achiziţionează în nume propriu acţiunile, însă „pe seama societăţii" emitente, precum şi în cazul în care acţiunile sunt achiziţionate de către o altă societate la care societatea emitentă în cauză deţine, direct sau indirect, majoritatea drepturilor de vot sau ale cărei decizii pot fi influenţate în mod semnificativ de societatea emitentă.

Includerea propriilor acţiuni deţinute ca elemente de active bilanţiere impune specificarea în pasivul bilanţului a unei rezerve de valoare egală valorii la care sunt înregistrate propriile acţiuni deţinute, rezervă ce nu poate fi distribuită, chiar dacă excede nivelului de 20% din capitalul social prevăzut de art. 183 alin. (1) teza a II a din Legea nr. 31/1990.

Dreptul de proprietate al societăţii emitente asupra propriilor acţiuni este, de asemenea, limitat de dispoziţiile legale incidente. Conform art. 104^1 alin. (1) din Legea nr. 31/1990, acţiunile care sunt dobândite cu încălcarea condiţiilor legale trebuie înstrăinate în termen de un an de la dobândire.

5.2. Obligaţia de înstrăinare

Potrivit dispoziţiilor art. 104^1 alin. (1) din Legea nr. 31/1990, acţiunile dobândite cu încălcarea condiţiilor imperative impuse de lege trebuie înstrăinate în termen de un an de la dobândire.

În ipoteza în care valoarea nominală a propriilor acţiuni dobândite de către societate fără respectarea limitelor prevăzute de art. 103^1 (respectiv dobândite printr-un transfer cu titlu universal, acţiunilor integral liberate, dobândite prin efectul unei hotărâri judecătoreşti, într-o procedură de executare silită împotriva unui acţionar, debitor al societăţii, respectiv acţiunilor integral liberate, dobândite cu titlu gratuit), fie direct, fie prin intermediul unei persoane acţionând în nume propriu, dar în contul societăţii, inclusiv valoarea nominală a acţiunilor proprii existente deja în portofoliul societăţii, depăşeşte 10% din capitalul social subscris, acţiunile depăşind acest procent vor trebui înstrăinate în termen de 3 ani de la dobândire.

În cazul în care acţiunile nu sunt înstrăinate în termenele sus-menţionate, aceste acţiuni trebuie anulate, societatea fiind obligată să îşi reducă în mod corespunzător capitalul social subscris.

5.3. Obligaţiile de informare

Conform prevederilor art. 105^1 din Legea nr. 31/1990, consiliul de administraţie este ţinut să includă în raportul ce însoţeşte situaţiile financiare anuale următoarele informaţii cu privire la dobândirea sau înstrăinarea de către societate a propriilor acţiuni:

a) motivele dobândirilor efectuate pe durata exerciţiului financiar;

b) numărul şi valoarea nominală a acţiunilor dobândite şi a celor înstrăinate pe durata exerciţiului financiar şi procentul din capitalul social subscris pe care acestea îl reprezintă;

c) în cazul dobândirii sau înstrăinării cu titlu oneros, contravaloarea acţiunilor;

d) numărul şi valoarea nominală a tuturor acţiunilor dobândite şi deţinute de către societate şi procentul din capitalul social subscris pe care acestea îl reprezintă.

Potrivit art. 4 alin. (2) din Regulamentul CE nr. 2273/2003, înainte de începerea operaţiunilor, programul detaliat, aprobat de către AGEA este anunţat corespunzător publicului din statele membre în care emitentul a solicitat admiterea acţiunilor sale la tranzacţionarea pe o piaţă reglementată.

Programul detaliat este necesar să conţină în special obiectivul programului de răscumpărare, contravaloarea maximă, numărul maxim de acţiuni care trebuie achiziţionate şi durata pentru care a fost autorizat programul.

Orice modificare ulterioară a programului este necesară să fie precedată de o notificare adecvată a publicului din statele membre.

Emitentul este obligat să utilizeze mijloace adecvate pentru a se achita de obligaţiile de informare privind aceste operaţiuni către autoritatea competentă a pieţei reglementate pe care au fost admise la tranzacţionare acţiunile. Aceste mijloace trebuie să permită înregistrarea fiecărei operaţiuni dintr-un program de răscumpărare, inclusiv toate informaţiile relevante privind tranzacţiile efectuate cu acţiunile respective.

Dispoziţiile art. 4 alin. (4) din Regulamentul CE nr. 2273/2003 prevăd obligaţia societăţii emitente de a face publice detaliile tuturor operaţiunilor până la sfârşitul celei de-a şaptea zile bursiere de la data executării lor.

Modalitatea de informare constă în transmiterea unei notificări către operatorul de piaţă şi C.N.V.M., aceste entităţi ale pieţei de capital urmând a publica pe website-urile proprii anunţul emitentului privind răscumpărarea propriilor acţiuni.

Desigur, hotărârea AGEA prin care a fost aprobat programul de răscumpărare va fi publicată în mod necesar în Monitorul Oficial al României Partea a IV-a.

Toate tranzacţiile de cumpărare efectuate de către emitent se raportează în mod obligatoriu, incluzându-se toate informaţiile relevante (preţ, volum, data şi ora tranzacţiei etc.) către C.N.V.M. şi operatorul de piaţă, în speţă Bursa de Valori Bucureşti.

Potrivit art. 116 alin. (4) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, atunci când un emitent de acţiuni care sunt admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată dobândeşte sau înstrăinează, direct sau indirect, propriile acţiuni, acesta face public, procentul acţiunilor proprii deţinute, cât de curând posibil, dar nu mai târziu de patru zile lucrătoare de la respectiva înstrăinare sau dobândire, dacă acest procent atinge, depăşeşte sau scade sub pragurile de 5% sau 10% din totalul drepturilor de vot. Acest procent este stabilit pe baza numărului total de acţiuni la care sunt ataşate drepturi de vot.

5.4. Obligaţia efectuării tuturor tranzacţiilor de răscumpărare a propriilor acţiuni pe piaţa reglementată unde se află listate respectivele titluri

Tranzacţiile prin care societatea emitentă îşi răscumpără propriile acţiuni nu pot să fie efectuate decât pe piaţa reglementată în cadrul căruia au fost admise la tranzacţionare aceste acţiuni.

Iniţierea operaţiunii de răscumpărare a propriilor acţiuni de către societatea emitentă produce, de regulă, efecte inevitabile asupra valorii de piaţă a acestora, datorită apariţiei pe piaţa respectivă a unui cumpărător important cel puţin din perspectiva volumului ordinelor de cumpărare introduse în sistemul de tranzacţionare.

În aceste condiţii, în cazul societăţilor admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată se impune desfăşurarea acestei operaţiuni în condiţii de deplină transparenţă, prin informarea promptă şi completă a tuturor investitorilor, autorităţii administrative (Comisia Naţională a Valorilor Mobiliare) şi a operatorului de piaţă cu privire la prezenţa în piaţă, în calitate de cumpărător, a societăţii emitente.

În ipoteza în care acţiunile respective sunt admise la tranzacţionare atât pe o piaţă reglementată, cât şi într-un alt sistem de tranzacţionare, iar societatea emitentă decide să deruleze operaţiunea de răscumpărare doar în cadrul sistemului alternativ de tranzacţionare, vor fi aplicabile regulile ce guvernează răscumpărarea propriilor acţiuni pe o piaţă reglementată.

Există o situaţie de excepţie. Potrivit art. 81 lit. c) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005 privind autorizarea şi funcţionarea depozitarului central, caselor de compensare şi contrapărţilor centrale[1], depozitarul central poate efectua transferuri directe de proprietate asupra valorilor mobiliare, ca efect al **cesionării de către emitent a acţiunilor proprii către personal**. Această excepţie îşi are doar raţiuni economice, fiind vorba de politica societăţii emitente de stimulare a propriilor angajaţi prin acordarea de acţiuni gratuite sau la un preţ inferior preţului de piaţă. Legea societăţilor comerciale, astfel cum a fost modificată prin Legea nr. 441/2006, prevede că răscumpărarea propriilor acţiuni în vederea distribuirii acestora către salariaţi trebuie să îndeplinească toate condiţiile legale stipulate pentru răscumpărarea de către un emitent a propriilor acţiuni. Potrivit art. 103^1 alin. (1) din Legea nr. 31/1990, răscumpărarea propriilor acţiuni nu se va putea efectua decât în temeiul unei hotărâri AGEA, valoarea nominală a acţiunilor proprii dobândite de societate, inclusiv a celor aflate deja în portofoliul său, nu poate depăşi 10% din capitalul social subscris, pot fi răscumpărate doar acţiuni integral liberate, iar plata acţiunilor astfel dobândite se va face numai din profitul distribuibil sau din rezervele disponibile ale societăţii, înscrise în ultima situaţie financiară anuală aprobată, cu excepţia rezervelor legale.

Potrivit art. 103^1 alin. (2), acţiunile răscumpărate de emitent în vederea cesionării lor către angajaţii societăţii trebuie distribuite în termen de 12 luni de la data dobândirii.

În art. 76 din Regulamentul nr. 1/2006 se prevede că răscumpărarea acţiunilor proprii poate avea drept temei programele de oferire de opţiuni pe acţiuni salariaţilor, precum şi alte forme de alocare de acţiuni către salariaţi.

---

[1] M.Of. nr. 983 din 4 noiembrie 2005.

Aşadar, această excepţie reprezintă o facilitate legală acordată de lege societăţilor emitente de a duce la îndeplinire un program de stimulare a propriilor salariaţi prin alocarea de acţiuni.

Şi în acest caz special este necesar a se respecta dispoziţiile Regulamentului CE nr. 2273/2003.

5.5. Contractele de vânzare-cumpărare de acţiuni încheiate în cadrul programelor de răscumpărare a propriilor acţiuni nu sunt supuse regimului juridic al abuzului de piaţă

Potrivit dispoziţiilor art. 8 din Directiva 2003/6/CE, privind abuzul de piaţă, interdicţiile din acest normativ comunitar nu se aplică „tranzacţiilor cu acţiuni proprii efectuate în cadrul programelor de răscumpărare”.

Pentru a putea beneficia de derogarea de la regimul sancţionator al abuzului de piaţă, prevăzută la art. 8 din Directiva 2003/6/CE, pe durata participării sale la un program de răscumpărare, emitentul **nu poate efectua următoarele operaţiuni**:

a) vânzarea de acţiuni proprii pe durata programului;

b) operaţiuni pe durata perioadei care, în conformitate cu legislaţia statului membru în care au loc operaţiunile respective, reprezintă o „perioadă închisă”;

c) operaţiuni cu valori mobiliare pentru care emitentul decide să amâne publicarea unei informaţii confidenţiale.

Perioada închisă de tranzacţionare reprezintă o noţiune care nu este definită în sistemul de drept românesc. Ea reprezintă, de regulă, acea perioadă de timp cuprinsă între completarea situaţiilor financiare anuale şi anunţarea publică a rezultatelor financiare. În această perioadă *insiderilor* le este interzis să efectueze tranzacţii cu titlurile companiei emitente[1].

Vânzarea de acţiuni proprii pe perioada derulării programului este permisă în cazul în care emitentul este o societate de investiţii sau o instituţie de credit şi care, în ceea ce priveşte informaţia, a stabilit bariere informaţionale efective („zidul chinezesc”), aflate sub controlul autorităţilor competente, între persoanele care răspund de prelucrarea informaţiilor confidenţiale care se referă direct sau indirect la emitent şi persoanele care răspund de deciziile referitoare la tranzacţionarea acţiunilor proprii (inclusiv operaţiunile efectuate în contul clienţilor), atunci când tranzacţionează acţiuni proprii pe baza unei astfel de decizii.

Operaţiunile în cadrul perioadei închise sau cele în cazul cărora emitentul a decis să amâne dezvăluirea informaţiei privilegiate nu se aplică în cazul în care emitentul este o societate de investiţii sau o instituţie de credit şi care, în ceea ce priveşte informaţia, a stabilit **bariere informaţionale efective** („zidul chinezesc”), aflate sub controlul autorităţilor competente, între persoanele care răspund de prelucrarea informaţiilor confidenţiale care se referă direct sau indirect la emitent (inclusiv operaţiunile efectuate în cadrul programului de răscumpărare) şi persoanele care răspund de tranzacţionarea acţiunilor proprii în contul clienţilor, atunci când realizează efectiv astfel de operaţiuni. Aceste restricţii privind efectuarea unor operaţiuni cu titluri ale emitentului, de către acesta, nu se aplică:

---

[1] http://financial-dictionary.thefreedictionary.com/Close+Period.

a) în cazul în care emitentul a inițiat un program de răscumpărare pe baza unui calendar precis;

b) în cazul în care coordonatorul sindicatului de subscriere este o societate de investiții sau o instituție de credit care ia deciziile privind datele de achiziționare a acțiunilor emitentului independent de acesta și fără a fi influențat de acesta.

În cazul în care se realizează cumpărarea propriilor acțiuni de către un emitent pentru a asigura plata contravalorii acțiunilor unei alte companii ce urmează a fi achiziționate avem de-a face cu o operațiunea care a primit statutul de practică de piață acceptată la Bursa Euronext, fiind recunoscută de Autoritatea Piețelor Financiare din Franța (AMF).

Această practică se caracterizează prin aceea că o societate emitentă, ale cărei acțiuni sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată, achiziționează și păstrează propriile acțiuni pentru un moment viitor în care le va utiliza ca mijloace de plată la achiziția unei alte companii. Acțiunile proprii pot fi păstrate o perioadă nelimitată în timp. În cazul în care deținerea acestor acțiuni nu mai este necesară, emitentul poate să le aloce în cadrul unor programe vizând reducerea capitalului social, onorarea obligațiilor izvorând din titluri de creanță convertibile în titluri de proprietate sau din programele de opțiuni pe acțiuni sau alte alocări de acțiuni salariaților emitentului sau unei societăți asociate. Acțiunile proprii pentru a căror deținere nu mai există motivul vizat de această practică pot fi, de asemenea, alocate pentru o altă practică de piață acceptată sau vândute.

Tranzacțiile efectuate în cadrul acestei practici nu pot conduce la deținerea unui procent mai mare de 10% din capitalul social al emitentului.

În cazul în care un emitent utilizează mai mult de 1% din deținerea sa ca acționar pentru achiziționarea unei alte companii, este necesară efectuarea unei evaluări din partea unui expert independent asupra raportului de schimb.

Secțiunea a 6-a. Fondurile din care se realizează răscumpărarea acțiunilor proprii

Conform art. 103^1 alin. (1) lit. d) din Legea nr. 31/1990, răscumpărarea se poate face numai din **profitul distribuibil sau din rezervele disponibile ale societății,** înscrise în ultima situație financiară anuală aprobată, cu excepția rezervelor legale.

Potrivit art. 183 din Legea nr. 31/1990, rezervele legale trebuie menținute la nivelul de 20% din capitalul social. De asemenea, conform art. 183 alin. (2) din Legea nr. 31/1990, dacă fondul de rezervă, după constituire, s-a micșorat din orice cauză, va fi completat până la atingerea limitei minime de 20%.

În ipoteza în care societatea nu a înregistrat profit nu va fi îndreptățită să desfășoare operațiunea de răscumpărare a propriilor acțiuni, chiar dacă sunt îndeplinite toate celelalte condiții, inclusiv autorizarea dată de către adunarea generală extraordinară.

Secţiunea a 7-a. Situaţii specifice de răscumpărare a propriilor acţiuni

În anumite situaţii limitativ prevăzute delege, societatea emitentă este obligată să răscumpere acţiunile acelor acţionari care îşi exercită dreptul de retragere din societate şi, implicit, dreptul de a primi un preţ legal pentru titlurile emitentului. Existenţa obligaţiei de răscumpărare se întemeiază pe dispariţia lui *affectio societatis* în cazul acţionarilor care solicită retragerea din societate.

7.1. Situaţiile prevăzute de art. 134 din Legea nr. 31/1990

Dispoziţiile art. 134 din Legea nr. 31/1990 reglementează patru cazuri excepţionale în care societatea emitentă este obligată să procedeze la răscumpărarea propriilor acţiuni, ca urmare a cererilor adresate de acţionari, în ipoteza în care este adoptată o hotărâre a adunării generale care decide:

a) schimbarea obiectului principal de activitate;
b) mutarea sediului societăţii în străinătate;
c) schimbarea formei societăţii;
d) fuziunea sau divizarea societăţii.

Potrivit dispoziţiilor art. 134, condiţiile în care este antrenată obligaţia societăţii de răscumpărare a propriilor acţiuni sunt următoarele:

a) *adoptarea unei hotărâri a adunării generale a acţionarilor* (este vorba de o hotărâre a AGEA) având drept obiect fie mutarea sediului societăţii în străinătate, fie schimbarea obiectului principal de activitate, fie schimbarea formei societăţii, fie fuziunea sau divizarea societăţii;

b) *exprimarea unui vot împotriva acestei hotărâri a adunării generale* de către acţionarul care solicită retragerea;

c) *depunerea la sediul societăţii a unei declaraţii scrise privind retragerea din societate*;

d) *exercitarea dreptului de retragere în termen de 30 de zile de la data publicării în Monitorul Oficial a hotărârii AGEA* privind mutarea sediului în străinătate, schimbarea obiectului principal de activitate sau a formei societăţii, respectiv de la data adoptării hotărârii AGEA privind fuziunea sau divizarea.

În cazul fuziunii sau divizării, ţinând cont de formularea legală, apreciem că dreptul la un preţ legal există pentru acţionarii tuturor societăţilor implicate în operaţiunile de fuziune, respectiv de divizare, existente la momentul adoptării hotărârilor AGA. Aşadar, vor beneficia de acest drept şi acţionarii societăţilor care îşi continuă existenţa ca urmare a operaţiunilor de fuziune sau divizare, nu numai acţionarii societăţilor care urmează să dispară ca urmare a acestor operaţiuni.

A fost menţionată în doctrină[1] existenţa unui alt caz în care poate fi exercitat un drept de retragere din societate, şi anume în ipoteza în care sunt îndeplinite cumulativ următoarele condiţii:

a) actul constitutiv al unei societăţi pe acţiuni conţine restricţii în legătură cu transferul liber al acţiunilor;

---

[1] *St.D. Cărpenaru, S. David, C. Predoiu, Gh. Piperea*, op. cit., 2006, p. 414.

b) acţionarul are motive temeinice pentru a părăsi societatea;

c) ceilalţi acţionari, prin atitudinea lor, împiedică acţionarul să-şi înstrăineze acţiunile.

Autorii citaţi arată că, într-o asemenea ipoteză, acţionarul în cauză se va putea adresa instanţei de judecată, solicitând rezilierea parţială a actului constitutiv, doar cu privire la persoana sa. Dacă va admite acţiunea, instanţa va putea să stabilească o modalitate de despăgubire bazată pe prevederile art. 134 sau pe cele ale art. 224 alin. (2) din Legea nr. 31/1990. Acest caz de retragere din societate este menţionat în mod indirect de art. 20 din Directiva a II-a a Consiliului. Achiesăm la acest punct de vedere, luând în considerare şi faptul că *affectio societatis* – intenţia acţionarilor de a desfăşura în comun o activitate comercială nu mai subzistă în privinţa acţionarului care doreşte să părăsească societatea, însă nu poate realiza acest deziderat, întrucât actul constitutiv şi ceilalţi acţionari împiedică această vânzare liberă a titlurilor sale. Această ipoteză este desigur valabilă doar în situaţia unor societăţi închise, deoarece în situaţia societăţilor listate libera negociabilitate a acţiunilor nu poate fi afectată prin prevederi statutare.

Acţionarii care doresc să-şi înstrăineze acţiunile către societate în temeiul art. 134 trebuie să depună declaraţia scrisă de retragere în *termen de 30 de zile*. Acest termen începe să curgă de la data publicării hotărârii adunării generale în Monitorul Oficial al României, Partea a IV-a, în cazurile modificării elementelor esenţiale ale societăţii (mutarea sediului în străinătate, obiectul principal de activitate sau forma societăţii) şi de la data adoptării hotărârii adunării generale, în cazul fuziunii sau divizării.

Termenul este de decădere, întrucât după expirarea sa se stinge însuşi dreptul subiectiv şi nu doar dreptul la acţiune. Pe cale de consecinţă acest termen de 30 de zile nu poate fi suspendat sau întrerupt şi nici nu poate opera instituţia repunerii în termen.

Acţionarii vor depune la sediul societăţii, alături de declaraţia scrisă de retragere, acţiunile pe care le posedă sau, după caz, certificatele de acţionar eliberate potrivit art. 97, în cazul în care societatea nu a emis acţiuni în formă materială. Această normă legală nu are niciun efect juridic, întrucât, potrivit art. 98 din Legea nr. 31/1990 dreptul de proprietate asupra acţiunilor nominative se transferă prin declaraţie făcută în registrul acţionarilor, în cazul societăţilor închise şi, în cazul societăţilor listate, pe baza principiului *livrare-contraplată*, în cadrul sistemului de compensare-decontare al pieţei reglementate, potrivit art. 145 din Legea nr. 297/2004. În aceste condiţii, păstrarea certificatului de acţionar de către acesta după exercitarea dreptului de retragere nu are nicio consecinţă, acesta neputând să înstrăineze a doua oară acţiunile sale în baza acestui certificat de acţionar.

Dreptul la un preţ legal al acţionarului care solicită retragerea din societate în condiţiile art. 134, se naşte din momentul în care acesta depune la societate declaraţia de retragere, conform art. 134 alin. (3).

Legea nu prevede niciun termen în care societatea este ţinută să plătească acţionarului care a depus declaraţia de retragere, în conformitate cu dispoziţiile art. 134 alin. (3), contravaloarea acţiunilor sale.

Acţionarul care exercită dreptul la un preţ legal prevăzut de dispoziţiile art. 134 din Legea nr. 31/1990 trebuie să înstrăineze toate acţiunile emitentului, neputând să efectueze o vânzare parţială şi să-şi păstreze calitatea de acţionar.

Societatea va dobândi în mod automat acţiunile vândute de către acţionarii care se retrag din societate în condiţiile art. 134 din Legea nr. 31/1990.

Ţinând cont de dispoziţiile art. 104 alin. (2) din Legea nr. 31/1990, în cazul dobândirii de către societate a propriilor acţiuni conform art. 134 nu se aplică restricţiile vizate de prevederile art. 103^1 alin. (1) lit. a)-c) din Legea nr. 31/1990. Prin urmare, nu va fi necesară convocarea unei noi adunări generale extraordinare care să autorizeze dobândirea propriilor acţiuni de către societate.

De asemenea, nu operează în cazul retragerii acţionarilor din societate în condiţiile art. 134 şi prevederile art. 103^1 alin. (1) lit. b) din Legea nr. 31/1990 care impun o limită maximă de 10% din capitalul social a valorii acţiunilor proprii dobândite de către societate. Tot astfel, pot face obiectul răscumpărării şi acţiuni care nu sunt integral liberate.

Operează însă şi în cazul răscumpărării acţiunilor în cadrul procedurii de retragere reglementate de art. 134 dispoziţia legală inserată în art. 103^1 alin. (1) lit. d) care impun ca preţul de răscumpărare să fie achitat doar din profitul distribuibil sau din rezervele disponibile ale societăţii, înscrise în ultima situaţie financiară aprobată, cu excepţia rezervelor legale.

Acţiunile dobândite în condiţiile art. 134 şi cu încălcarea dispoziţiilor art. 103^1 din Legea nr. 31/1990, vor trebui înstrăinate în termen de cel mult un an de la data subscrierii lor, în modul stabilit de adunarea generală extraordinară.

Cele neînstrăinate în acest termen vor fi anulate, societatea fiind obligată să reducă corespunzător capitalul social.

Preţul de retragere sau preţul legal va fi determinat ca valoare medie ce rezultă din aplicarea a cel puţin două metode de evaluare recunoscute de legislaţia în vigoare la data evaluării, conform dispoziţiilor art. 134 alin. (4) din Legea societăţilor comerciale nr. 31/1990.

Preţul acţiunilor va fi stabilit de către un expert autorizat independent. Expertul este numit de judecătorul delegat în conformitate cu dispoziţiile art. 38 şi 39 din Legea nr. 31/1990, la cererea consiliului de administraţie. Judecătorul delegat va numi unul sau mai mulţi experţi[1] din lista experţilor autorizaţi, în termen de 5 zile de la înregistrarea cererii formulate de către consiliul de administraţie.

Actuala reglementare legală indică faptul că preţul legal va fi valoarea medie ce rezultă din aplicarea a cel puţin două metode de evaluare recunoscute de legislaţia în vigoare la data evaluării.

Costurile acestei evaluări se suportă de către societate, conform art. 134 alin. (5) din Legea nr. 31/1990.

---

[1] Potrivit art. 39 din Legea nr. 31/1990, nu pot fi numiţi experţi: a) rudele sau afinii până la gradul al IV-lea inclusiv ori soţii acelora care au constituit aporturi în natură sau ai fondatorilor; b) persoanele care primesc, sub orice formă, pentru funcţiile pe care le îndeplinesc, altele decât aceea de expert, un salariu ori o remuneraţie de la fondatori sau de la cei care au constituit aporturi în natură; c) orice persoană căreia, ca urmare a relaţiilor sale de afaceri, de muncă sau de familie, îi lipseşte independenţa pentru a realiza o evaluare obiectivă a aporturilor în natură, potrivit normelor speciale care reglementează profesia.

În reglementarea în vigoare până la data de 1 decembrie 2006, se stipula că preţul legal trebuia determinat prin folosirea a cel puţin două metode de evaluare recunoscute de standardele europene de evaluare (EVS)[1].

Conform actualelor dispoziţii ale art. 134 din Legea nr. 31/1990, evaluatorul independent va trebui să aplice cel puţin două metode de evaluare prevăzute de legislaţia în vigoare. Faţă de reglementarea anterioară, în actualul text al art. 134 se realizează o trimitere vagă şi generală la metodele de evaluare prevăzute de legislaţia în vigoare.

Trebuie subliniat faptul că în prezent nu există o normă legală expresă care să stipuleze metodele de evaluare care trebuie aplicate în stabilirea preţului acţiunilor unei societăţi comerciale.

Aplicabilitatea dispoziţiilor art. 134 la societăţile tranzacţionate pe o piaţă reglementată este nelimitată din punct de vedere teoretic, însă restrânsă, din punct de vedere practic, la cazurile *schimbării sediului în străinătate, a modificării obiectului principal de activitate şi a fuziunii sau divizării.* Unii autori[2] au apreciat că textul art. 134, cu excepţia cazului de mutare a sediului, este inaplicabil în cazul societăţilor cotate. O asemenea susţinere este într-adevăr valabilă în cazul schimbării formei juridice a societăţii, întrucât nu pot fi admise la tranzacţionare decât societăţi pe acţiuni, iar schimbarea formei juridice a societăţii nu poate fi făcută înainte de ieşirea de la tranzacţionare (în cazul ieşirii de la tranzacţionare, acţionarii au oricum dreptul de a se retrage din societate şi de a primi un preţ legal pentru acţiunile lor).

Legislaţia pieţei de capital, atât cea primară, cât şi cea secundară, nu instituie însă nicio restricţie în privinţa schimbării obiectului principal de activitate al unui emitent. Desigur că o asemenea modificare importantă a actului constitutiv trebuie raportată C.N.V.M. şi entităţilor pieţei, însă nu constituie prin ea însăşi o cauză de ieşire de la tranzacţionare a emitentului.

7.2. Situaţia prevăzută de art. 242 din Legea nr. 297/2004

Potrivit dispoziţiilor art. 242 din Legea privind piaţa de capital, acţionarii unei societăţi admise la tranzacţionare, care nu sunt de acord cu hotărârile luate de adunarea generală cu privire la fuziuni sau divizări, care implică alocarea de acţiuni ce nu sunt admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată, au dreptul de a se retrage din societate şi de a obţine de la aceasta contravaloarea acţiunilor, potrivit art. 133 din Legea nr. 31/1990 (actualul art. 134).

Ipoteza avută în vedere de art. 242 din Legea nr. 297/2004 necesită îndeplinirea cumulativă a următoarelor condiţii:

– o societate admisă la tranzacţionare este implicată într-o operaţiune de fuziune sau divizare;

---

[1] Într-o reglementare mai veche, anterioară anului 2003, fostul art. 133 prevedea că acţionarul care se retrage poate alege ca preţul pentru acţiunile sale să fie calculat fie în baza activului net ce ar rezulta după ultimul bilanţ contabil aprobat, fie la valoarea medie de piaţă a acţiunilor din ultimul trimestru, cu condiţia ca acestea sa fie admise la tranzacţionare pe o piaţă bursieră sau o piaţă organizată extrabursieră.

[2] *Gh. Piperea*, op. cit., p. 292.

– operaţiunea de fuziune sau divizare conduce la alocarea de acţiuni necotate.

Aşadar, este de remarcat că, potrivit legislaţiei pieţei de capital, nu orice operaţiune de fuziune sau divizare a unei societăţi listate conduce automat la dreptul acţionarului minoritar de a reclama de la societate plata unui preţ legal.

Dispoziţia legală a art. 242 din Legea nr. 297/2004 este aplicabilă în următoarele cazuri:

– o societate cotată îşi încetează existenţa în urma unei operaţiuni de fuziune prin absorbţie sau de divizare, acţionarii săi urmând să primească în schimbul acţiunilor deţinute la societatea dizolvată (societate cotată) acţiuni la o societate necotată (societatea absorbantă în cazul fuziunii sau societăţile nou create ca urmare a diviziunii);

– în situaţia în care o societate cotată fuzionează prin contopire cu o altă societate, iar noua societate rezultată nu este admisă la tranzacţionare, acţionarii societăţii tranzacţionate pe o piaţă reglementată urmând să primească acţiuni la noua societate.

Prevederile art. 242 din Legea nr. 297/2004 nu se aplică în cazul în care la momentul fuziunii prin absorbţie, societatea absorbantă este tranzacţionată pe piaţa de capital.

Având în vedere introducerea în cadrul Legii nr. 31/1990 a unei prevederi suplimentare, respectiv a art. 134 alin. (1) lit. d), care stipulează posibilitatea exercitării dreptului de retragere din orice societate pe acţiuni a acţionarilor care au votat împotriva unei divizări sau fuziuni, se pune întrebarea dacă suntem în prezenţa unei abrogări implicite a textului art. 242 din Legea pieţei de capital nr. 297/2004.

În primul rând trebuie precizat faptul că noua reglementare a Legii nr. 31/1990 a lărgit cadrul persoanelor care pot beneficia de plata unui preţ legal al acţiunilor deţinute la emitenţi care sunt implicaţi într-o operaţiune de divizare sau de fuziune. Astfel, nu doar acţionarii societăţilor listate beneficiază de dreptul la un preţ legal în cazul fuziunii sau divizării. Apoi, aşa cum am arătat, acţionarii tuturor societăţilor existente la momentul adoptării hotărârilor AGEA de aprobare a fuziunii sau divizării beneficiază de dreptul de retragere, indiferent dacă aceste societăţi rămân sau nu în fiinţă după realizarea fuziunii sau divizării şi indiferent dacă operaţiunea de fuziune sau divizare conduce la alocarea de acţiuni necotate.

Ţinând cont de aceste precizări, considerăm că noua reglementare introdusă în legislaţia românească de dispoziţiile Legii nr. 441/2006 este în mod evident aplicabilă, în întregime, atât societăţilor listate, cât şi celor închise în ceea ce priveşte sfera persoanelor care beneficiază de drepturile prevăzute de art. 134 din Legea nr. 31/1990.

În ceea ce priveşte procedura de retragere din societate şi de exercitare a dreptului la un preţ legal de către acţionarii care nu au fost de acord cu fuziunea sau divizarea, apreciem că sunt aplicabile normele speciale, ale legislaţiei pieţei de capital, cuprinse în art. 242 din Legea nr. 297/2004 şi în Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006. Aceste norme speciale, dispoziţiile legislaţiei pieţei de capital, rămân în vigoare în măsura în care nu sunt contrare prevederilor noii legi a societăţilor comerciale. Este vorba de o aplicare a principiului *specialia generalibus derogant*.

Dacă unele norme ale legislaţiei pieţei de capital au devenit incompatibile cu regulile de drept introduse de Legea nr. 441/2006, atunci ele trebuie considerate ca fiind implicit abrogate, conform dispozițiilor art. 63 alin. (1) din Legea nr. 24/2000[1] privind normele de tehnică legislativă.

În ceea ce privește prețul de răscumpărare al acțiunilor de către societatea emitentă, Legea nr. 297/2004 face trimitere la dispozițiile art. 134 din Legea nr. 31/1990, menționate mai sus, care impun efectuarea unei evaluări de către un expert independent pe baza a două metode recunoscute de legislația în vigoare, respectiv de standardele internaționale de evaluare.

7.3. Situația prevăzută de dispozițiile Dispunerii de Măsuri nr. 8/2006 emise de C.N.V.M.

Dispunerea de Măsuri nr. 8/2006 emisă de către C.N.V.M. prevede posibilitatea retragerii de la tranzacționare din inițiativa societății emitente, în baza hotărârii AGEA, dacă sunt îndeplinite următoarele condiții:

a) în ultimele 12 luni anterioare datei publicării convocatorului AGEA:

– să se fi înregistrat un număr de cel mult 50 de tranzacții cu acțiuni ale respectivului emitent, excepție făcând tranzacțiile efectuate între persoane implicate sau persoane aflate în legături strânse sau persoane care fac parte din același grup și

– numărul de acțiuni tranzacționate să reprezinte cel mult 1% din totalul acțiunilor reprezentând capitalul social al emitentului;

b) acordarea către acționarii care nu sunt de acord cu hotărârea adunării generale a dreptului de a se retrage din societate și de a obține contravaloarea acțiunilor.

Dreptul societății emitente de a se retrage de la tranzacționare din propria sa inițiativă are ca obligație corelativă, îndatorirea de a răscumpăra acțiunile deținute de acționarii care doresc retragerea din societate, ca urmare a deciziei AGEA de retragere de la tranzacționare

Astfel, actul normativ emis de C.N.V.M. stipulează obligația societății emitente de a include în convocatorul AGEA, ca punct distinct pe ordinea de zi, prezentarea raportului întocmit de un evaluator independent cu privire la prețul pe acțiune care urmează a fi achitat în cazul retragerii acționarilor din cadrul emitentului.

Prețul trebuie stabilit în conformitate cu standardele internaționale de evaluare de către un evaluator independent înregistrat la C.N.V.M. Costurile generate de întocmirea raportului de către evaluatorul independent se suportă de către societatea comercială în cauză. O dispoziție deosebit de importantă este aceea care arată că, în cazul în care AGEA a fost convocată ca urmare a solicitării formulate de un acționar/un grup de acționari care acționează în mod concertat ce dețin o poziție semnificativă, costurile generate de întocmirea raportului de evaluare vor fi suportate de către aceștia.

În cadrul AGEA, administratorii prezintă acționarilor și concluziile evaluatorului independent înregistrat la C.N.V.M. privind prețul unei acțiuni, ce reprezintă prețul minim pe care îl pot obține acționarii care nu sunt de acord cu hotărârea privind retragerea şi care poate fi adoptat de AGEA. Preţul va fi inclus în textul hotărârii AGEA care se publică.

---

[1] Potrivit art. 63 alin. (1) din Legea nr. 24/2000 privind normele de tehnică legislativă pentru elaborarea actelor normative: „în cazuri deosebite, în care la elaborarea și adoptarea unei reglementări nu a fost posibilă identificarea tuturor normelor contrare, se poate prezuma că acestea au făcut obiectul modificării, completării ori abrogării lor implicite”.

Data de înregistrare stabilită în conformitate cu prevederile Legii nr. 297/2004, în speţă data în funcţie de care se identifică acţionarii care pot beneficia în acest caz de delistare de dreptul la un preţ legal, va fi ulterioară cu cel puţin 90 zile dar nu mai mult de 120 zile datei AGEA în care s-a hotărât retragerea de la tranzacţionare. Este o veritabilă completare a prevederilor Legii pieţei de capital, care indică în art. 238 alin. (1) teza a II-a faptul că data de înregistrare trebuie să fie cu cel puţin 10 zile lucrătoare ulterioară datei adunării generale, fără a fi fixată o limită superioară în timp.

Acţiunile respectivului emitent vor fi suspendate de la tranzacţionarea pe piaţa de capital cu două zile lucrătoare înainte de data de înregistrare, în mod asemănător cu situaţia derulării procedurii de retragere din societate în cazul fuziunii sau divizării.

Hotărârea AGEA se publică atât în Monitorul Oficial, potrivit dispoziţiilor art. 131 din Legea nr. 31/1990, cât şi în cel puţin două cotidiene de circulaţie naţională, precum şi pe pagina de internet a C.N.V.M. şi a pieţei pe care se tranzacţionează respectivele valori mobiliare.

De asemenea, este introdusă o obligaţie nouă în sarcina emitentului, aceea de a informa prin scrisoare recomandată cu confirmare de primire toţi acţionarii înregistraţi la data de referinţă care nu au participat la AGEA în care s-a hotărât retragerea de la tranzacţionare cu privire la hotărârea AGEA, inclusiv cu privire la preţul pe acţiune care urmează a fi achitat în cazul retragerii acţionarilor din cadrul emitentului. Scrisorile se transmit la adresa acţionarului existentă în evidenţa societăţii care ţine registrul acţionarilor emitentului.

Termenul de exercitare a dreptului la un preţ legal este acelaşi cu cel prevăzut în Regulamentul nr. 1/2006, 45 de zile, însă momentul de la care începe să curgă acest termen este diferit. Dacă în conformitate cu prevederile art. 87 din Regulamentul nr. 1/2006, acţionarii îşi puteau exercita dreptul de retragere în termen de 45 de zile de la data publicării în Monitorul Oficial a hotărârii de ieşire de la tranzacţionare, potrivit Dispunerii nr. 8/2006, acest termen curge de la data de înregistrare.

Dreptul de retragere poate fi exercitat de către acţionarii existenţi la data de înregistrare cu condiţia ca aceştia să fi deţinut respectivul pachet de acţiuni şi la data de referinţă a AGEA care a hotărât retragerea de la tranzacţionare. Astfel, se împiedică posibilitatea ca anumite persoane să achiziţioneze acţiunile care urmează a fi retrase de la tranzacţionare doar în vederea exercitării dreptului de retragere, dacă preţul oferit de societate, stabilit în urma evaluării este superior preţului de piaţă la care au achiziţionat acţiunile respective. O asemenea măsură contribuie, pe de altă parte, la menţinerea unei pieţe ordonate pentru titlurile respective. Dacă nu ar exista o asemenea dispoziţie, între momentul datei de referinţă (reamintim anterioară adunării generale) pentru AGEA care decide delistarea şi momentul datei de înregistrare (ulterioară cu cel puţin 90 de zile datei AGEA), în cazul în care preţul de delistare ar fi superior preţului de piaţă, ar exista o presiune deosebită la cumpărare, fapt ce ar conduce la creşterea preţului de piaţă al acţiunilor în discuţie. Dacă preţul ar fi inferior, s-ar ajunge fie la o prăbuşire a cursului datorită dorinţei acţionarilor existenţi de a vinde titlurile deţinute în perioada cât încă se mai tranzacţionează acestea pe piaţa de capital, fie la o blocare completă a tranzacţionării, datorită lipsei totale de atractivitate.

Dispunerea de Măsuri nr. 8/2006 conţine în cadrul art. 2 pct. II o prevedere deosebit de importantă cu privire la posibilitatea ieşirii de la tranzacţionare a societăţilor emitente care nu îndeplinesc condiţiile prevăzute de art. 2 pct. I din Dispunere (sub 50 de tranzacţii anuale cu acţiuni ale emitentului care să reprezinte sub 1% din capitalul social al acestuia): aceste acţiuni vor putea fi retrase de la tranzacţionare doar dacă sunt respectate prevederile art. 206 din Legea nr. 297/2004, respectiv derularea unei oferte publice de preluare adresate tuturor acţionarilor şi pentru toate acţiunile deţinute de aceştia, urmată de exercitarea dreptului de *squeeze-out* de către acţionarul majoritar. În acest caz, preţul legal (de retragere) va fi plătit acţionarilor care doresc retragerea din societate de către acţionarul majoritar care a iniţiat oferta publică.

Este de menţionat că Dispunerea de Măsuri nr. 8/2006 prevede singura situaţie în care societatea emitentă şi nu acţionarul majoritar este obligată să achiziţioneze acţiunile deţinute de acţionarii care îşi exercită dreptul de retragere la delistarea societăţii. În toate celelalte cazuri, delistarea nu se poate realiza, potrivit art. 203 din Legea nr. 297/2004, decât dacă acţionarul majoritar efectuează o ofertă publică adresată tuturor celorlalţi acţionari şi pentru toate deţinerilor lor şi achiziţionează 90% din acţiunile vizate în cadrul ofertei, ori ajunge să deţină 95% din totalul drepturilor de vot ale societăţii.

Secţiunea a 8-a. Problema aplicării restricţiilor din Regulamentul nr. 2273/2003 în afara pieţelor reglementate

De lege lata, în cazul emitenţilor admişi la tranzacţionare într-un sistem de tranzacţionare care nu întruneşte condiţiile unei pieţe reglementate, restricţiile privind tranzacţiile încheiate în cadrul programelor de răscumpărare a propriilor acţiuni din cadrul Regulamentului CE nr. 2273/2003 nu sunt aplicabile.

Această concluzie este argumentată de faptul că Directiva 2003/6/CE este aplicabilă numai societăţilor comerciale admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată, iar Regulamentul CE nr. 2273/2003 este emis de către Comisia Europeană în aplicarea art. 8 din Directiva 2003/6/CE. De altfel, în tot cuprinsul regulamentului în discuţie se face vorbire numai de titluri admise la tranzacţionare cel puţin pe o piaţă reglementată.

Având în vedere rigorile impuse de normele juridice comunitare pentru un emitent pentru a fi admis pe o piaţă reglementată, precum şi înaltul grad de protecţie oferit investitorilor care achiziţionează titluri tranzacţionate pe o astfel de piaţă, cerinţele din Regulamentul nr. 2273/2003 privind preţul şi volumul tranzacţiilor încheiate în cadrul programelor de răscumpărare a propriilor acţiuni sunt o consecinţă firească a cadrului legal aplicabil pieţelor reglementate.

Pe de altă parte, emitenţii care nu sunt admişi la tranzacţionare pe o piaţă reglementată oferă investitorilor *ab initio* alte perspective de protecţie şi risc, dar şi de regim juridic aplicabil.

Din această perspectivă, credem că aceste condiţii restrictive aplicabile răscumpărării propriilor acţiuni de către un emitent listat pe o piaţă reglementată ar fi excesiv a fi extinse şi în cazul unor emitenţi listaţi într-un sistem alternativ de tranzacţionare multilateral sau bilateral. Absenţa lichidităţii unor astfel de emitenţi, valoarea mică de regulă a companiilor respective, comparativ cu cea a emitenţilor listaţi pe o piaţă reglementată, reprezintă cauze care ar împiedica desfăşurarea oricăror operaţiuni de răscumpărare a propriilor acţiuni, în condiţiile în care ar opera condiţiile restrictive din cadrul art. 5 al Regulamentului CE nr. 2273/2003.

Secţiunea a 9-a. Sancţiuni pentru nerespectarea condiţiilor legale în care pot fi răscumpărate propriile acţiuni de către societatea emitentă

Alături de alţi autori[1] apreciem că nerespectarea condiţiilor legale în care pot fi răscumpărate propriile acţiuni de către societatea emitentă se sancţionează cu nulitatea absolută. Considerăm că nulitatea poate fi invocată de orice persoană are interes, deci de către orice acţionar al societăţii, întrucât achiziţionarea de acţiuni proprii de către societatea emitentă, atunci când această operaţiune nu este utilă, reprezintă o cheltuială nejustificată, cauzatoare de prejudicii pentru fiecare acţionar care nu a fost contrapartea emitentului în contractul de vânzare-cumpărare.

Din această perspectivă nu putem achiesa la punctul de vedere exprimat în doctrină[2], în sensul că numai creditorii societăţii şi societatea însăşi se pot prevala de nulitatea operaţiunii. Atâta vreme cât acţionarii societăţii nu pot fi consideraţi că au calitatea de creditori ai societăţii decât într-o interpretare extrem de extensivă, este nejustificat să nu li se recunoască dreptul la acţiunea în nulitate pentru dobândirea de către societate a propriilor acţiuni cu încălcarea dispoziţiilor egale.

Potrivit dispoziţiilor art. 103 alin. (3) din Legea nr. 31/1990, fondatorii, în faza de constituire a societăţii, şi membrii consiliului de administraţie, respectiv ai directoratului, în cazul unei majorări a capitalului subscris, sunt obligaţi să achite contravaloarea acţiunilor subscrise de către societatea emitentă sau de către un terţ în nume propriu, dar în contul societăţii emitente.

Conform prevederilor art. 275 pct. 5 din Legea nr. 31/1990, se pedepseşte cu închisoare de la o lună la un an sau cu amendă administratorul care dobândeşte acţiuni ale societăţii în contul acesteia, în cazurile interzise de lege. Încălcarea dispoziţiilor art. 103, 103^1 şi 104 reprezintă situaţii de dobândire de acţiuni în contul societăţii în cazuri interzise de lege.

Capitolul III. Contractul de report

În mod obişnuit, literatura juridică a dreptului civil, atunci când prezintă varietăţile contractului de vânzare-cumpărare, enumeră fără excepţie vânzarea cu pact de răscumpărare. O figură juridică care prezintă similitudini cu vânzarea cu pact de răscumpărare o prezintă, în materie comercială, contractul de report.

---

[1] *C. Predoiu, în St.D. Cărpenaru, S. David, C. Predoiu, Gh. Piperea*, op. cit., 2009, p. 375.

[2] Ibidem. Autorul îl citează pe prof. *C. Vivante*, Traité de droit commercial, tomme II, V.Giard/E.Briere, Libraires-Editeurs, Paris, 1911, p. 440.

Secţiunea 1. Definiţie şi caractere juridice

Definiţiile legale ale contractului de report, conţinute de codurile comerciale, au fost în general criticate în doctrină, pentru că nu sunt suficient de lămuritoare cu privire la toate elementele care compun instituţia juridică respectivă. Din această perspectivă, prof. Vivante opina că „definiţiile inserate în coduri au numai o valoare teoretică, care poate fi rectificată după cerinţele sistemului legii”[1]. Definiţia din Codul comercial român a fost la rândul ei criticată de profesorul I.L. Georgescu pentru acelaşi considerent principal: formulare ermetică şi exprimare neclară[2].

Potrivit dispoziţiilor art. 1772 NCC, „contractul de report este acela prin care reportatorul cumpără de la reportat cu plata imediată titluri de credit şi valori mobiliare circulând în comerţ şi se obligă, în acelaşi timp, să revândă reportatului titluri sau valori mobiliare de aceeaşi specie, la o anumită scadenţă, în schimbul unei sume determinate.”

Doctrina a relevat caracterul de dublă vânzare al contractului de report[3], una care se execută imediat, „plătindu-se preţul cu bani gata”, „iar cea de-a doua, pe un preţ determinat, dar cu termen”[4]. Reportul a fost caracterizat în doctrina italiană[5] drept „un contract prin care acela care primeşte în proprietate titluri de credit pentru o anumită sumă se obligă să dea aceluia cu care contractează un număr egal de titluri, de aceeaşi specie şi pentru aceeaşi sumă, la o scadenţă succesivă, plătind şi un profit”.

Explicând mecanismul contractului de report, profesorul Cărpenaru arăta că „o persoană deţinătoare de titluri de credit care circulă în comerţ, denumită reportat, dă în report (vinde temporar) aceste titluri unei alte persoane, denumită reportator, în schimbul unui preţ plătibil imediat. Prin acelaşi contract, părţile se înţeleg ca, la un anumit termen, reportatorul să revândă reportatului titluri de credit de aceeaşi specie, primind preţul determinat”[6].

Această operaţiune va produce profit pentru reportatorul care furnizează fonduri băneşti reportatului în temeiul contractului de report, şi anume preţul de report, „care constituie preţul serviciului prestat de reportator”[7]. În doctrină s-a denumit report diferenţa dintre suma dată şi cea încasată de reportator (profitul înregistrat de acesta)[8], iar diferenţa dintre suma încasată şi cea plătită de reportat (costul finanţării oferite de reportator) a fost denumită deport[9].

---

[1] *C. Vivante*, Principii de drept comercial, Cartea Românească, Bucureşti, 1928, p. 221. Prof. Vivante îşi exprima astfel insatisfacţia faţă de formularea din art. 73 C.com. italian.

[2] *I.L. Georgescu*, op. cit., vol. I, 2002, p. 264.

[3] *I.L. Georgescu*, op. cit., p. 264, *St.D. Cărpenaru*, op. cit., p. 432; *I.N. Finţescu*, Curs de drept comercial, vol. I, Bucureşti, 1929, editat Al.Th. Doicescu, p. 421.

[4] *I.L. Georgescu*, op. cit., p. 264.

[5] *C. Vivante*, op. cit., p. 221.

[6] *St.D. Cărpenaru*, op. cit., p. 432.

[7] Ibidem.

[8] Ibidem, p. 433.

[9] *I.N. Finţescu*, op. cit., vol. I, p. 423.

Prevederile art. 3 pct. 3 C.com. aşezau în categoria **faptelor de comerţ obiective** contractul de report. Astfel cum s-a reliefat în doctrină[1], acest contract „este o faptă de comerţ indiferent de intenţia părţilor”, distanţându-se din această perspectivă de vânzarea comercială propriu-zisă. Cu toate acestea, considerăm că operaţiunea de report reprezintă o veritabilă interpunere în schimbul sau circulaţia bunurilor.

Secţiunea a 2-a. Cauza contractului de report

Scopul urmărit de părţi în cazul contractului de report prezintă anumite particularităţi, care îi conferă o individualitate aparte. Această operaţiune este caracterizată prin aceea că răspunde unor necesităţi economice ale părţilor contractante care nu ar putea fi satisfăcute la acelaşi nivel prin încheierea unor raporturi juridice de alt tip. Cu toate acestea, contractul de report prezintă asemănări cu alte operaţiuni juridice, faţă de care deţine anumite avantaje, dar este afectat şi de anumite dezavantaje.

Reportatul, proprietar al titlurilor de credit (în cazul de faţă acţiuni), nominative sau la purtător, este în căutarea unei finanţări, şi, pentru obţinerea acesteia, încearcă să utilizeze în cel mai adecvat mod titlurile aflate în patrimoniul său. Din punct de vedere legal are trei posibilităţi: să le înstrăineze, să obţină un împrumut, garantând cu rambursarea cu aceste bunuri mobile sau să încheie un contract de report.

Contractul de report se încheie în ipoteza în care persoana care doreşte să obţină finanţarea nu intenţionează să se despartă definitiv de proprietatea asupra titlurilor de credit în cauză. O a doua condiţie preliminară este, desigur, ca reportatul să identifice o persoană dispusă să încheie o astfel de convenţie şi, din această perspectivă, rolul determinant îl are valoarea reportului. Este limpede că, teoretic, valoarea reportului trebuie să se situeze cel puţin la un nivel superior randamentului dat de un depozit bancar.

Obiectivul reportatorului este, aşadar, obţinerea unui profit prin plasarea temporară a unor sume de bani în anumite titluri de credit (acţiuni) pe care urmează să le revândă la termenul stabilit în contractul de report vânzătorului iniţial.

Din punctul de vedere al scopului urmărit de părţi, s-a arătat că „reportul este o operaţiune, pe termen, în care fiecare dintre cele două părţi contractante găseşte un folos, una să-şi conserve titlurile, dobândind totuşi credit, cealaltă să obţină un plasament favorabil al capitalurilor sale[2].

În situaţia acţiunilor, utilitatea unui contract de report este apreciată diferit în funcţie de lichiditatea acestora. Astfel, în cazul în care o persoană în căutare de lichidităţi deţine acţiuni care au **o piaţă extrem de lichidă** (sunt listate pe o piaţă reglementată sau într-un sistem multifuncţional şi se bucură de un interes sporit din partea investitorilor) încheierea unui contract de report nu apare ca fiind, în principiu, utilă. O astfel de persoană va putea să vândă acţiunile deţinute pe piaţă, să utilizeze sumele astfel obţinute şi, apoi, având în vedere gradul mare de lichiditate să le cumpere înapoi. Costurile sale vor consta, în acest caz, în cheltuielile cu comisioanele plătite intermediarilor (brokerilor) pentru vânzarea şi cumpărarea acestor acţiuni, comisioane care oricum sunt plătite și în cazul contractului de report, întrucât tranzacțiile reprezentate de cele două vânzări implicate de operațiunea de report se realizează pe piața de capital, în mod obligatoriu prin mijlocirea unor intermediari autorizați. Diferența o reprezintă așadar valoarea reportului.

---

[1] *St.D. Cărpenaru*, op. cit., p. 432.

[2] *I.L.Georgescu*, op. cit., p. 265.

Așadar, aparent, în cazul unei piețe lichide, nu se justifică încheierea unui contract de report. Cu toate acestea, o piață lichidă poate însemna și o piață volatilă, în care fluctuațiile de preț sunt semnificative, astfel încât proprietarul acțiunilor să riște să plătească o sumă de bani sensibil superioară dacă dorește re-cumpărarea acestora la un moment viitor. Contractul de report îi oferă soluția juridică optimă pentru evitarea riscului unei supraaprecieri a cursului acțiunilor deținute, pe care dorește să le utilizeze în vederea obținerii finanțării. Stabilirea prețului de re-cumpărare la momentul încheierii contractului, adică a valorii reportului, separă costurile finanțării de evoluția ulterioară a cursului acțiunilor și le leagă doar de prețul negociat al reportului.

Desigur, pentru ca operațiunea reportului să fie utilă pentru reportat, valoarea reportului trebuie să fie inferioară valorii dobânzii pe care ar trebui să o plătească pentru un credit garantat cu acțiunile în discuție.

În cazul deținerii unor acțiuni care nu se bucură de o piață lichidă, persoana în căutare de finanțare, care dorește să-și conserve deținerile la capitalul social al societății emitente, va prefera contractul de report, contractului de vânzare-cumpărare propriu-zisă de acțiuni, întrucât nu va avea siguranța că, în a doua ipoteză va găsi un vânzător dispus să-i înstrăineze o cantitate egală de acțiuni cu cele vândute din nevoia de lichidități. Pe de altă parte, o piață nelichidă poate implica și variații mari de preț ale tranzacțiilor, din lipsă de cumpărători și de vânzători. Astfel, costurile unei vânzări și ale unei re-cumpărări separate ar putea fi simțitor mai mari. Ca atare, într-o piață nelichidă, reportul apare a fi o operațiune justificată din perspectiva celei care are nevoie de lichidități și dorește conservarea deținerilor. Rămâne desigur valabilă discuția referitoare la comparația dintre dobânda unui credit garantat cu acțiunile respective și valoarea reportului.

Secțiunea a 3-a. Condițiile de validitate ale contractului de report de acțiuni

În principiu, condițiile de validitate ale unui contract de report având drept obiect acțiuni emise de o societate comercială nu diferă de cele de drept comun reliefate de doctrina relevantă[1].

Astfel, identificăm și în cazul contractului de report de acțiuni:

- exprimarea unui acord de voință privind vânzarea de acțiuni la un preț menționat în contract și, în același timp, revânzarea unor acțiuni ale aceluiași emitent, din aceeași clasă, la un anumit termen la un preț prestabilit la data încheierii contractului;
- necesitatea simultaneității manifestărilor de voință ale părților cu privire la vânzare și la revânzarea încheiate între aceleași persoane;
- obiectul contractului să fie acțiuni aflate în circuitul civil.

---

[1] *St.D. Cărpenaru*, op. cit., p. 433.

În plus, potrivit art. 1772 alin. (2) NCC, remiterea titlurilor sau valorilor mobiliare, iar dacă acestea sunt nominative, prin îndeplinirea formalităților necesare pentru transmiterea lor.

Condiția remiterii, a „predării" titlurilor ce fac obiectul contractului pentru ca acesta să fie încheiat în mod valid, poate fi îndeplinită și în cazul acțiunilor dematerializate, dacă este acceptată teza modernă referitoare la tradițiune, potrivit căreia aceasta poate avea loc prin transmiterea instrumentelor financiare din cont în cont[1]. De altfel, Noul Cod civil face vorbire în cazul titlurilor nominative ce fac obiectul contractului de report, de necesitatea îndeplinirii formalităților pentru transmiterea lor și nu de o predare în sens clasic.

Secțiunea a 4-a. Efectele juridice ale contractului de report

Efectele juridice principale ale contractului de report le reprezintă transmiterea proprietății de la reportat la reportator la data tradițiunii titlurilor, respectiv retransmiterea dreptului de proprietate, în sens invers, la data scadenței.

Potrivit art. 1773 NCC, în lipsă de stipulație contrară, drepturile accesorii conferite de titlurile și valorile mobiliare date în report, precum dobânzile și dividendele ajunse la scadență în timpul duratei reportului se cuvin reportatorului.

Reportatorul este obligat să exercite opțiunea pe seama reportatului în timpul reportului, dacă titlurile acordă un asemenea drept, în condițiile legii speciale, conform art. 1774 alin. (1) NCC.

Reportatul trebuie să pună la dispoziția reportatorului fondurile necesare, cu cel puțin 3 zile înainte de scadența termenului de opțiune. Dacă reportatul nu îndeplinește această obligație, reportatorul trebuie să vândă dreptul de opțiune în numele și pe seama reportatului.

Dacă în timpul reportului urmează a se efectua vărsăminte în contul titlurilor și valorilor mobiliare care fac obiectul reportului, reportatul trebuie să pună la dispoziția reportatorului sumele necesare, cu cel puțin 3 zile înainte de scadența vărsămintelor. În caz contrar, reportatorul poate proceda la lichidarea silită a contractului.

Revânzarea titlurilor date în raport poate fi prelungită prin voința părților, pentru unul sau mai multe termene succesive.

În situația în care, la expirarea termenului reportului, părțile lichidează diferențele bănești ce și le datorează reciproc și reînnoiesc reportul asupra unor titluri ce diferă prin cantitatea sau specia lor, sau pe un alt preț, atunci se consideră că părțile au încheiat un nou contract de report.

Secțiunea a 5-a. Asemănări și deosebiri cu alte operațiuni juridice. Natura juridică a contractului de report

Prin structura sa, contractul de report se apropie de alte acte juridice reglementate de dreptul civil sau de dreptul comercial.

---

[1] *J. Granotier*, op. cit., p. 238 și urm. Autorul face vorbire de un veritabil principiu al tradițiunii realizată prin înscriere în cont.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

5.1. Contractul de report şi vânzarea cu pact de răscumpărare

Vânzarea cu pact de răscumpărare reprezintă acel act juridic translativ de proprietate cu titlu oneros care îmbracă forma unei vânzări supuse unei condiţii rezolutorii, care este reprezentată de dreptul vânzătorului de a redeveni proprietarul lucrului vândut, restituind preţul şi cheltuielile făcute de cumpărător[1]. Vânzătorul iniţial redevine, la opţiunea sa, proprietar al lucrului vândut, cu efect retroactiv, această consecinţă juridică fiind opozabilă atât cumpărătorului şi succesorilor acestuia, cât şi terţilor dobânditori de drepturi asupra bunului vândut[2]. Fructele percepute până la data răscumpărării nu sunt supuse restituirii.

Dispoziţiile art. 1758-1762 NCC reintroduc însă în dreptul civil român vânzarea cu opţiune de răscumpărare. Conform art. 1758 alin. (1), „vânzarea cu opţiune de răscumpărare este o vânzare afectată de condiţie rezolutorie prin care vânzătorul îşi rezervă dreptul de a răscumpăra bunul sau dreptul transmis cumpărătorului". Se remarcă din formularea textului că efectele vânzării cu pact de răscumpărare în accepţiunea Noului Cod civil se întind şi asupra cesiunii de drepturi, evident fiind subînţelese şi drepturile de creanţă.

Din cercetarea definiţiei legale oferite de Noul Cod civil instituţiei vânzării cu opţiune de răscumpărare, rezultă că, odată cu încheierea acestui contract, ia naştere în patrimoniul vânzătorului un drept patrimonial potestativ, întrucât acesta dobândeşte „puterea de a modifica o situaţie juridică preexistentă şi de a recrea o situaţie juridică printr-un act juridic unilateral, care este expresia unei opţiuni"[3]. Opţiunea de răscumpărare, în lumina Noului Cod civil, nu poate fi stipulată pentru un termen mai mare de 5 ani. Dacă s-a stabilit un termen mai mare, acesta se reduce de drept la 5 ani. Vânzătorul care intenţionează să exercite opţiunea de răscumpărare trebuie să îi notifice pe cumpărător, precum şi pe orice subdobânditor căruia dreptul de opţiune îi este opozabil şi faţă de care doreşte să îşi exercite acest drept.

Producerea efectelor juridice ale dreptul potestativ al vânzătorului de a exercita răscumpărarea este condiţionată de restituirea de către acesta a preţului primit şi cheltuielilor pentru încheierea contractului de vânzare şi a cheltuielilor pentru realizarea formalităţilor de publicitate, acestea, conform art. 1760 alin. (3), fiind necesar a fi consemnate la dispoziţia cumpărătorului sau, după caz, a terţului subdobânditor, în termen de o lună de la data notificării referitoare la exercitarea opţiunii, sub sancţiunea decăderii din dreptul de a exercita opţiunea de răscumpărare.

Fără a afecta producerea efectelor juridice ale exercitării opţiunii de răscumpărare, dispoziţiile art. 1759 alin. (2) instituie obligaţia vânzătorului de a restitui către cumpărător cheltuielile pentru ridicarea şi transportul bunului, a cheltuielilor necesare, precum şi a celor utile, însă în acest din urmă caz numai în limita sporului de valoare. Aşadar, exercitarea opţiunii de răscumpărare va produce consecinţe juridice şi în absenţa restituirii cheltuielilor necesare şi utile efectuate de către cumpărător, însă acesta din urmă, pierzând proprietatea asupra bunului, va avea un drept personal de creanţă împotriva vânzătorului.

---

[1] *Fr. Deak*, op. cit., p. 104.

[2] Ibidem.

[3] *V. Stoica*, op. cit., p. 41.

În cazul în care vânzătorul nu exercită opțiunea în termenul stabilit, condiția rezolutorie care afecta vânzarea este considerată a nu se fi îndeplinit, iar dreptul cumpărătorului se consolidează.

Conform art. 1760 alin. (1) NCC, efectele juridice ale vânzării cu opțiune de răscumpărare se stabilesc potrivit dispozițiilor privitoare la condiția rezolutorie. Vânzătorul care exercită opțiunea este obligat să respecte, ținut de locațiunile încheiate de cumpărător înaintea exercitării opțiunii, dacă au fost supuse formalităților de publicitate, dar nu mai mult de 3 ani din momentul exercitării.

Reintroducerea în dreptul civil român a vânzării cu pact de răscumpărare a încercat să evite consecințele practice negative ale acestei operațiuni juridice care au condus la decizia legiuitorului din 1931 de a declara nulitatea de drept a unor astfel de convenții. Ca atare, din textul art. 1762 alin. (1) NCC rezultă că o convenție de vânzare cu opțiune de răscumpărare este validă numai în măsura în care diferența dintre prețul răscumpărării și prețul plătit pentru vânzare nu depășește nivelul maxim stabilit de lege pentru dobânzi. Această soluție a fost criticată în doctrina recentă[1], cu argumentul că normele în cauză sunt insuficiente și excesiv de restrictive, iar alte legislații din sistemul romano-german de drept, spre exemplu, franceză, canadiană (zona Quebec), utilizează reglementări mai permisive.

În opinia noastră, apreciem că deziderатul evitării fraudării normelor legale imperative privind dobânda legală în materia civilă, respectiv art. 3-5 din O.G. nr. 13/2011, prevalează în fața unei interpretări rigide a principiului libertății contractuale. Oricum, în materie comercială, limitarea adusă de art. 1762 NCC nu este incidentă, întrucât nu există o dobândă maximă legală în acest domeniu.

În privința criticilor privind insuficiența normelor, este adevărat că Noul Cod civil nu reglementează explicit situația în care cumpărătorul din cadrul unui contract de vânzare-cumpărare cu opțiune de răscumpărare încheie un contract de garanție reală care are drept obiect bunul deținut sub condiție rezolutorie, însă dispozițiile art. 1760 alin. (1) fac trimitere la regimul juridic aplicabil condiției rezolutorii. Creditorul gajist, care are creanța garantată cu un bun ce a făcut obiectul unei vânzări cu pact de răscumpărare va avea soarta oricărui creditor care are creanța garantată de un bun asupra căruia există un drept de proprietate afectat de o condiție rezolutorie. Va fi așadar pe deplin aplicabil principiul *resoluto iure dantis resolvitur ius accipientis*, drepturile constituite *eveniente conditione* desființându-se retroactiv[2].

În aceste circumstanțe, există puternici similitudini între contractul de report și vânzarea cu pact de răscumpărare:

- din prisma efectelor, ambele operațiuni juridice presupun reîntoarcerea bunurilor vândute în patrimoniul vânzătorului inițial;
- din prisma complexității, atât vânzarea cu pact de răscumpărare, cât și contractul de report implică o dublă transmitere a proprietății, un dublu *negotium*, fiecare dintre părți având succesiv calitatea de vânzător, respectiv de cumpărător;
- din prisma prețului celui de-al doilea act juridic, acesta este în principiu fixat la momentul încheierii primului act juridic; în cazul contractului de report prețul este

---

[1] *I. Popa*, Contractul de vânzare-cumpărare. Studiu comparativ de doctrină și jurisprudență, ed. a 2-a, Ed. Universul Juridic, 2008, București, p. 433.

[2] *Gh. Beleiu*, op. cit., p. 171; *G. Boroi*, op. cit., p. 267.

determinat la data încheierii contractului, în situaţia vânzării cu pact de răscumpărare, preţul plătit în al doilea act juridic va fi identic cu cel din primul act, adăugându-se anumite cheltuieli efectuate de cumpărătorul iniţial, care nu intră însă în noţiunea de preţ, obligaţia de restituire a acestora fiind instituită de legiuitor pentru evitarea îmbogăţirii fără justă cauză a vânzătorului;

- în ambele operaţiuni vânzătorul are drept obiectiv obţinerea unor resurse financiare, prin utilizarea dreptului de proprietate asupra unor bunuri, fără a pierde în mod definitiv dreptul de proprietate asupra acestora.

În ciuda acestor semnificative asemănări, deosebirile dintre cele două operaţiuni juridice sunt extrem de importante şi conturează două instituţii juridice diferite, cea de drept comun – vânzarea cu opţiune de răscumpărare – neconferind natura sa juridică celei din dreptul comercial-contractul de report:

- dacă în cazul vânzării cu pact de răscumpărare, avem de-a face cu un drept potestativ a cărui exercitare atrage naşterea celui de-al doilea act juridic, cel al răscumpărării, în cazul contractului de report, cel de-al doilea act juridic se naşte *mutuum consensus* la data încheierii primului act, în baza exprimării voinţei juridice a ambelor părţi;
- în materia vânzării cu pact de răscumpărare obiectul operaţiunii juridice poate fi atât un bun individual determinat, cât şi bunuri de gen, în timp ce în cazul contractului de report, de regulă, obiectul constă în bunuri de gen fungibile (fără a fi excluse teoretic bunurile individual determinate, spre exemplu o cambie, deşi încheierea unui contract de report asupra unor bunuri individual determinate nu are o utilitate practică);
- în doctrină[1] s-a subliniat şi o altă deosebire, care constă în natura bunurilor ce fac obiectul celui de-al doilea act juridic; s-a considerat că, dacă în cazul vânzării cu opţiune de răscumpărare este vorba de obligaţia de restituire a aceluiaşi bun, în cazul reportului trebuie restituite bunuri din aceeaşi specie; această diferenţiere comportă însă un amendament esenţial, în sensul că nu există nicio prohibiţie, în viziunea desigur a Noului Cod civil, ca vânzarea cu opţiune de răscumpărare să aibă drept obiect bunuri de gen, situaţie în care obligaţia de restituire ar purta tot asupra unor bunuri din aceeaşi specie/gen.

5.2. Contractul de report şi vânzarea comercială propriu-zisă

Contractul de report presupune, *ab initio*, două operaţiuni de vânzare, de sens contrar, în care fiecare parte implicată are pe rând calitatea de vânzător, respectiv de cumpărător.

În condiţiile în care vânzarea este, în principiu, un contract consensual (vânzarea-cumpărarea de acţiuni, reamintim, este un contract solemn, dacă are ca obiect acţiuni tranzacţionate pe piaţa de capital, într-un sistem multilateral de tranzacţionare), contractul de report are, *de lege lata*, un caracter real, cu precizarea că tradiţiunea poate îmbrăca forma modernă a transmiterii din cont în cont, obligaţia de transfer a dreptului de proprietate absorbind obligaţia de predare.

---

[1] *St.D. Cărpenaru*, op. cit., p. 434.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

În acelaşi timp, deosebirea esenţială este aceea că vânzarea propriu-zisă operează un transfer definitiv al dreptului de proprietate, în timp ce contractul de report numai unul temporar[1].

5.3. Contractul de report şi împrumutul garantat cu gaj

Este neîndoielnic că atât contractul de report, cât şi împrumutul garantat de gaj au o cauză comună din perspectiva celui care are nevoie de lichidităţi şi, de regulă, şi din prisma celui care oferă resursele financiare celeilalte părţi. Actele juridice încheiate au însă o natură şi produc efecte juridice vădit diferite.

În cazul reportului, cel care oferă banii devine proprietarul titlurilor ce fac obiectul contractului, căpătând toate atributele dreptului de proprietate, inclusiv dreptul de dispoziţie, în timp ce creditorul gajist dobândeşte doar un drept real accesoriu, neputând exercita nicio prerogativă similară unui atribut al dreptului de proprietate (spre exemplu, creditorul gajist într-un contract de împrumut garantat cu acţiuni nu va putea participa la adunarea generală a societăţii emitente, nu va putea vota, nu va putea exercita dreptul de preferinţă etc.). Aceste efecte decurg desigur din faptul că o convenţie de împrumut garantată cu titluri de credit nu este translativă de proprietate.

5.4. Natura juridică a contractului de report

Doctrina[2], în cvasiunanimitatea ei, a apreciat că reportul trebuie privit ca o operaţiune unică, că presupune o „afacere unică şi indivizibilă”[3].

S-a arătat că evoluţia istorică a contractului de report, încercarea de a se evita „draconicele dispoziţii ale dreptului canonic, ostile cametei[4], explică de ce reportul s-a născut şi îmbrăcat „în veşmântul simulat al vânzării”[5].

De aceea, având în vedere toate asemănările şi deosebirile cu alte operaţiuni juridice încheiate în scopuri similare, concluzia care se desprinde este aceea în sensul că nicio altă instituţie juridică nu este în măsură să acopere toate consecinţele juridice ale încheierii acestui contract. Din acest considerent s-a susţinut teza unei naturi juridice originale, *sui generis*[6].

Aplicând tiparele clasice ale dreptului civil contractului de report, nu se poate nega că această operaţiune juridică rămâne totuşi o varietate de vânzare, chiar dacă scopul urmărit de părţi nu este transmiterea definitivă a dreptului de proprietate asupra titlurilor de credit ce fac obiectul convenţiei. Existenţa unei duble vânzări, stabilită prin acelaşi contract, cea de-a doua producându-se necondiţionat, impune aplicarea regulilor de drept comun ale vânzării, în completarea celor speciale.

---

[1] *I.L. Georgescu*, op. cit., vol. I, p. 267.

[2] *I.L. Georgescu*, op. cit., p. 266; *St.D. Cărpenaru*, op. cit., p. 434.

[3] *C. Vivante*, op. cit., p. 221.

[4] *I.L. Georgescu*, op. cit., p. 267.

[5] Ibidem.

[6] *St.D. Cărpenaru*, op. cit., p. 434.

BCU IASI

Capitolul IV. Vânzarea de drepturi litigioase şi retractul litigios în cazul contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni

Înstrăinarea de acţiuni aflate în litigiu nu este prohibită de normele incidente în prezent, nici chiar în situaţia acţiunilor admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată sau într-un sistem multifuncţional de tranzacţionare.

Implicaţii deosebite de ordin practic intervin însă în cazul acţiunilor extrem de lichide, al căror proprietar se schimbă cu rapiditate, de multe ori în cursul aceleiaşi zile (aşa-numitele tranzacţii *intra day*). Există, după cum se poate lesne deduce, un decalaj semnificativ între perioada în care se finalizează irevocabil un litigiu, fie şi în situaţia în care obiectul său este stabilirea proprietarului unor acţiuni, şi perioada în care se realizează de regulă transferul dreptului de proprietate. Este important aşadar să se identifice o soluţie juridică viabilă, care să ţină cont de realităţile economice, pentru a fi aplicată contractelor de vânzare-cumpărare încheiate cu privire la acţiuni aflate în litigiu, în ipoteza în care vânzătorul iniţial a pierdut procesul.

Situaţia premisă este aceea în care o persoană care are înscrise în contul său de valori mobiliare sau în registrul acţionarilor (în cazul acţiunilor emise în formă materială) acţiuni ale unui anumit emitent este chemată în judecată de un reclamant care pretinde că este adevăratul proprietar al acestor acţiuni, titlul persoanei înscrise în registru nefiind valabil. Pe parcursul unui astfel de litigiu titularul contului vinde în totalitate sau în parte acţiunile litigioase. În cazul în care pârâtul-vânzător pierde procesul, întrebarea care se pune este care va fi soarta actelor juridice subsecvente de înstrăinare a acţiunilor aflate în litigiu?

Dreptul comun aplicabil în materia posesiei, respectiv art. 937 NCC distinge soluţiile aplicabile după cum terţul dobânditor este de bună-credinţă sau terţul dobânditor este de rea-credinţă.

Prima problemă de drept care se ridică este, desigur, dacă bunurile incorporale pot să facă obiectul posesiei. Astfel cum am arătat mai sus, apreciem că, în limitele normelor legale existente, se impune o reinterpretare a noţiunii de posesie şi de putere de fapt asupra unui bun, în sensul extinderii efectelor acesteia şi asupra bunurilor mobile incorporale. Dematerializarea, o realitate a lumii moderne impune cu prisosinţă această regândire, mai ales în contextul în care valoarea schimburilor comerciale având drept obiect bunuri necorporale creşte în mod vertiginos.

O astfel de interpretare, extensivă, nu ar fi necesară în ipoteza în care ar exista un regim juridic bine conturat al bunurilor incorporale. Acest regim juridic ar trebui să reglementeze cu eficienţă aspectele practice izvorâte din transferul dreptului de proprietate asupra bunurilor incorporale.

Argumente legale din textul vechiului Cod civil sau ale Noului Cod civil pot fi formulate în sprijinul tezei care susţine o includere în domeniul regimului juridic al posesiei şi a bunurilor incorporale:

a) Definiţia legală a posesiei, oferită atât de vechiul Cod civil, cât şi de Noul Cod civil, interpretată literal, include şi bunurile incorporale în rândul bunurilor mobile susceptibile de a fi posedate. Astfel, vechiul Cod indică în art. 1846 alin. (2) drept elemente definitorii ale posesiei, „deţinerea unui lucru sau folosirea de un drept, exercitată, una sau alta, de noi înşine sau de altul în numele nostru". Doctrina civilă clasică a repudiat o interpretare literală a acestei descrieri, arătând că legiuitorul român a adoptat o exprimare confuză, întrucât nu a distins între posesie ca stare de fapt şi existenţa unui drept[1]. Trebuie precizat că textul a preluat viziunea redactorului francez al Codului civil, care prevede, în art. 2228 că „posesia este deţinerea sau folosinţa de un lucru sau de un drept, pe care îl deţinem sau pe care îl exercităm prin noi înşine sau prin altul care îl deţine sau care îl exercită în numele nostru. Noul Cod civil nu aduce, la rândul său, nicio restrângere a domeniului de aplicare al posesiei, neexcluzând prin definiţia oferită bunurile incorporale: „Posesia este exercitarea în fapt a prerogativelor dreptului de proprietate asupra unui bun de către persoana care îl stăpâneşte şi care se comportă ca un proprietar" [art. 916 alin. (1)];

b) Dispoziţiile art. 1909 alin. (1) C.civ. sau art. 937 alin. (1) NCC nu limitează efectele juridice ale prescripţiei instantanee la bunurile mobile corporale, fiind aplicabil principiul *ubi lex non distinguit nec nos distinguere debemus*;

c) Dispoziţiile art. 628 alin. (3) NCC, referitoare la clauza de inalienabilitate, de asemenea nu limitează efectele dobândirii proprietăţii bunurilor mobile prin faptul posesiei la bunurile corporale;

În sfârşit, dacă nu ar fi acceptată teza posesiei bunurilor incorporale, într-un proces de revendicare a acestora, pârâtul ce calitate ar avea? Doar aceea de neproprietar? Cum ar mai putea fi distins de toate celelalte subiecte de drept afectate de opozabilitatea *erga omnes* a dreptului de proprietate? Sau nu ar putea fi concepută acţiunea în revendicare a bunurilor incorporale?

Teoria încorporării dreptului în titlu, a fuziunii dintre *instrumentum* şi *negotium*, nu mai poate subzista pe temeiul argumentelor clasice. Dacă înscrierea în cont reprezintă *instrumentum probationis*, atunci este limpede că avem de-a face cu o fuziune intelectuală şi nu cu una materială. În acelaşi timp, nu o recorporalizare, aşa cum arătau partizanii caracterului material al înscrierii în cont, în frunte cu profesorul D. Martin, explică această fuziune, pentru că ar fi o flagrantă contradicţie în termeni, ci o reinterpretare a noţiunii de posesie, adecvată realităţilor economice actuale.

Cea de-a doua problemă importantă ce derivă din vânzarea unor acţiuni litigioase este dacă terţul dobânditor poate fi considerat în anumite situaţii ca fiind de bună-credinţă.

Răspunsul îl vom da nuanţat, după cum acţiunile sunt tranzacţionate pe piaţa reglementată sau într-un sistem alternativ de tranzacţionare, ori nu sunt listate.

Regulile transparenţei care operează pe piaţa de capital reduc considerabil riscul ca investitorii să nu fie informaţi cu privire la situaţia litigiilor care pot afecta dreptul de proprietate asupra acţiunilor.

Potrivit dispoziţiilor art. 113 pct. A lit. j) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006 societatea emitentă este ţinută să informeze publicul printr-un canal de comunicare acceptat (website-ul operatorului de piaţă) în legătură cu litigiile în care este implicată.

Tot astfel, prin Dispunerea de Măsuri nr. 3/2008 emisă de către C.N.V.M. emitenţii tranzacţionaţi pe Piaţa Rasdaq au fost obligaţi să întocmească rapoarte curente şi cu privire la litigiile în care sunt implicaţi.

---

[1] *V. Stoica*, op. cit., p. 46.

Aceste dispoziţii sunt operante pentru situaţia analizată, cea a unui litigiu asupra dreptului de proprietate asupra acţiunilor, doar în cazul în care emitentul este chemat în judecată de către reclamant pentru ca hotărârea să-i fie opozabilă. De asemenea, în cazul în care emitentul ia cunoştinţă pe orice cale de existenţa unui litigiu asupra acţiunilor, are obligaţia de a informa publicul, în temeiul obligaţiilor generale de transparenţă, conţinute de art. 224 alin. (5) şi art. 226 alin. (1) din Legea nr. 297/2004 privind piaţa de capital.

În situaţia informării investitorilor în privinţa litigiului prin publicare pe un website care reprezintă un canal de comunicare acceptat şi cunoscut de regulă de public, aparent niciun terţ sudobânditor al respectivelor acţiuni nu va putea fi considerat de bună-credinţă. Cu toate acestea, datorită caracterului de bunuri de gen ale acţiunilor, niciun terţ subdobânditor nu va putea cunoaşte dacă acţiunile sale sunt într-adevăr cele aflate în litigiu sau acestea se află înscrise în contul altei persoane. Din acest considerent, fără a nega importanţa înştiinţării publicului cu privire la existenţa unui litigiu asupra unor acţiuni, apreciem că şi în această ipoteză subzistă prezumţia relativă a bunei-credinţe a terţilor dobânditori.

Soluţia viabilă pentru evitarea riscurilor legate de eventuala desfiinţare a titlului persoanei care are înscris în contul său dreptul de proprietate asupra acţiunilor litigioase o reprezintă blocarea la tranzacţionare a acestora, pe cale administrativă, de către autoritatea de supraveghere, în România Comisia Naţională a Valorilor Mobiliare (potrivit art. 17 din Statutul C.N.V.M.)

În situaţia în care există un litigiu privind dreptul de proprietate asupra unor acţiuni şi emitentul sau autoritatea administrativă a pieţei de capital nu are cunoştinţă de existenţa acestuia, neputând să realizeze informarea publicului, iar reclamantul nu a realizat pe cont propriu nicio altă formă de publicitate (spre exemplu notificarea operatorului de piaţă sau de sistem pentru publicarea unui raport privind litigiul) buna-credinţă a terţului sub-dobânditor este prezumată.

Cea de-a treia problemă legată de vânzarea unor acţiuni dematerializate aflate în litigiu ce necesită un răspuns este care va fi regimul juridic aplicabil: cel conturat de art. 1909-1910 C.civ. (art. 937 NCC) sau cel incident în cazul proprietăţii aparente?

Regulile de drept aplicabile posesiei bunurilor mobile pot fi considerate aplicabile numai în măsura în care se achiesează asupra tezei potrivit căreia bunurile incorporale pot face obiectul posesiei. Dar chiar în cazul unui răspuns pozitiv, textele art. 1909-1910 C.civ., precum şi cel al art. 937 NCC par a-şi limita incidenţa doar la stăpânirea bunurilor mobile corporale.

De aceea, cu toate că acceptarea unei interpretări moderne a instituţiei juridice a posesiei o considerăm necesară, apreciem că rezolvarea *de lege lata* a chestiunii în discuţie este adecvat a se realiza pe temelia proprietăţii aparente, care constituie genul proxim pentru diferenţa specifică reprezentată de posesia bunurilor mobile. Fără a exista o normă legală în acest moment, subliniem faptul că Noul Cod civil a reglementat consecinţele juridice ale principiului *„error comunis facit ius"* în cadrul art. 17: „(1) Nimeni nu poate transmite sau constitui mai multe drepturi decât are el însuşi. (2) Cu toate acestea, când cineva, împărtăşind o credinţă comună şi invincibilă, a considerat că o persoană are un anumit drept sau o anumită calitate juridică, instanţa judecătorească, ţinând seama de împrejurări, va putea hotărî că actul încheiat în această stare va produce, faţă de cel aflat în eroare, aceleaşi efecte ca şi când ar fi valabil, afară de cazul în care desființarea lui nu i-ar cauza niciun prejudiciu. (3) Eroarea comună și invincibilă nu se prezumă. (4) Dispozițiile prezentului articol nu sunt aplicabile în materie de carte funciară și nici în alte materii în care legea reglementează un sistem de publicitate."

În aceste condiții, terțul subdobânditor care încheie un contract de vânzare-cumpărare de acțiuni litigioase cu o persoană care pierde ulterior calitatea de proprietar va rămâne proprietar al titlurilor în temeiul bunei-credințe și a justului titlu[1].

Rațiuni care țin de stabilitatea circuitului juridic și comercial impun, fără îndoială, aplicarea regimului juridic al proprietății aparente în cazul cumpărării de acțiuni aflate în litigiu.

Aceleași considerente de ordin practic fac inoperant dispozițiile art. 1910 C.civ., respectiv art. 937 alin. (3) NCC, întrucât nu este de conceput, pentru stabilitatea piețelor financiare și pentru menținerea încrederii investitorilor inițierea unor proceduri de reîntoarcere în patrimoniul adevăratului proprietar, care a câștigat litigiul asupra acțiunilor, a acestor bunuri mobile incorporale, revândute de nenumărate ori.

De asemenea, nu este de conceput ca adevăratul proprietar să întoarcă deținătorului actual prețul plătit vânzătorului neproprietar. În lipsa unor reglementări speciale, care să prevadă realizarea unui transfer direct al dreptului de proprietate pentru această situație, o astfel de ipoteză este exclusă pentru că, este posibil ca prețul de piață din momentul invalidării titlului vânzătorului-neproprietar să nu permită ca adevăratul proprietar să încheie tranzacția la prețul inițial cu subdobânditorul. Practic, poate fi inutil ca adevăratul proprietar să introducă în sistemul de tranzacționare (prin mijlocirea intermediarului autorizat) un ordin de cumpărare la un anumit preț, întrucât acest ordin nu ar putea fi executat dacă cererea și oferta de pe piața acțiunii respective conduc la formarea unui alt preț. O soluție ar fi ca această tranzacție să se realizeze pe un segment special de piață, al operațiunilor speciale.

În realitate, în practică, este imposibil pentru o persoană care nu mai are înscrise în contul său acțiunile asupra cărora un drept de proprietate să identifice în contul cui se găsesc acestea. Chiar dacă ar putea, el nu va uza niciodată de dispozițiile art. 1909 alin. (2) vechiul C.civ. intentând acțiunea în revendicare împotriva unui terț dobânditor, pentru că nu va putea identifica deținătorul. Anulând însă titlul oponentului său, adică al persoanei care a beneficiat de transferul nelegitim de instrumente financiare din contul adevăratului proprietar în contul său, reclamantul îi va putea pretinde acestuia să-i transmită acțiuni ale aceluiași emitent, datorită caracterului juridic de bunuri fungibile, de gen, al acestora.

De altfel, cel care va câștiga litigiul privind dreptul de proprietate asupra unor acțiuni va dobândi o creanță împotriva celui care avea obligația să-i predea, să-i transmită în cont, respectivele acțiuni, persoană care poate fi adversarul din litigiu, spre exemplu în cazul în care a vândut de mai multe ori acțiunile, sau un terț, spre exemplu un executor testamentar. Această soluție are rațiuni identice cu cele care au stat la baza art. 1059 alin. (2) NCC: „Legatarul cu titlu particular al unor bunuri de gen este titularul unei creanțe asupra moștenirii. Dacă testatorul nu a prevăzut altfel, cel însărcinat cu executarea acestui legat este obligat a preda bunuri de calitate medie."

---

[1] A se vedea *V. Stoica*, op. cit.

Doctrina franceză[1] a arătat că, în ipoteza existenţei unui litigiu în privinţa dreptului de proprietate asupra acţiunilor, drepturile aferente vor fi exercitate de către proprietarul aparent, în speţă de persoana pe numele căreia sunt înscrise acţiunile. Societatea, prin organele sale, nu are niciun drept în a aprecia care este adevăratul proprietar al acţiunilor, întrucât a considera una dintre cele doua părţi drept adevăratul acţionar echivalează cu judecarea litigiului de către societate[2].

De altfel, soluţia adoptată de legiuitorul francez este mult mai viabilă decât orice încercare de interpretare doctrinară a unor norme insuficiente. Potrivit art. 211-16 din Codul monetar şi financiar, nimeni nu poate revendica, sub niciun motiv, titlurile financiare care au fost achiziţionate cu bună-credinţă de titularul în al cărui cont sunt înscrise. Ca atare, raţiunea practică a impus un demers legislativ care a paralizat orice acţiune în revendicare împotriva unui terţ subdobânditor de bună-credinţă. Desigur, în cazul în care se probează reaua-credinţă a titularului înscrierii în cont soluţia ar urma să fie asemănătoare cu cea din dreptul comun, inclusiv în ceea ce priveşte imprescriptibilitatea acţiunii în revendicare.

În concluzie, considerăm că soluţia simplă şi clară din dreptul francez se impune a fi introdusă de urgenţă şi în dreptul român.

În privinţa **retractului litigios**, acesta nu este posibil în privinţa vânzării de acţiuni aflate în litigiu, întrucât nu mai este prevăzut de actualul Cod civil.

Capitolul V. Ofertele publice – aspecte cu caracter general

Instituţia juridică a ofertei publice are incidenţă deosebită în cazul acţiunilor tranzacţionate pe o piaţă reglementată sau în cadrul unui sistem alternativ de tranzacţionare, nefiind însă exclusă în privinţa acţiunilor nelistate. Aplicarea normelor din legislaţia specială a pieţei de capital este obligatorie atunci când are loc o ofertă publică de vânzare de acţiuni nelistate, potrivit dispoziţiilor art. 108 din Legea nr. 31/1990. În cazul unei oferte publice de cumpărare de acţiuni nelistate nu vor fi incidente dispoziţiile Legii nr. 297/2004 şi ale reglementărilor C.N.V.M.

Dintre toate varietăţile de oferte publice, una dintre acestea nu reprezintă propriu-zis un contract de vânzare-cumpărare de acţiuni, ci o operaţiune de majorare de capital social, acţiunile fiind oferite investitorilor de către societatea emitentă şi nu de către un acţionar al acesteia. Este vorba de oferta publică primară, derulată anterior fie listării unei societăţi pe piaţa de capital (în sistemul MiFID, piaţă reglementată sau sistem alternativ de tranzacţionare), fie ca urmare a unei majorări de capital social al unei societăţi deja listate.

---

[1] *A. Charveriat, A. Couriet, B. Mercadal*, Sociétés Commerciales, Ed. Francis Lefebvre, 2005, p. 599.

[2] Ibidem, p. 600. „Dacă societatea este avertizată în legătură cu existenţa unui litigiu, cea mai bună soluţie este să amâne desfăşurarea adunărilor generale până la clarificarea problemei în justiţie".

Secțiunea 1. Oferta publică – noțiune şi caractere juridice

1.1. Noțiune

Definiția legală a instituției juridice a ofertei publice de valori mobiliare este cuprinsă în textul art. 2 alin. (1) pct. 18 din Legea pieței de capital, care transpune dispozițiile art. 2 alin. (1) lit. d) din Directiva Parlamentului European și a Consiliului nr. 2003/71/CE[1] privind prospectul care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau pentru admiterea valorilor mobiliare la tranzacționare și de modificare a Directivei 2001/34/CE, intitulată și „Directiva prospectului" („*Prospectus Directive*"): *ofertă publică de valori mobiliare* – înseamnă comunicarea adresată unor persoane, făcută sub orice formă și prin orice mijloace, care prezintă informații suficiente despre termenii ofertei și despre valorile mobilare oferite, astfel încât să permită investitorului să adopte o decizie cu privire la vânzarea, cumpărarea sau subscrierea respectivelor valori mobiliare. Această definiție se va aplica, de asemenea, și în situația plasamentului de valori mobiliare prin intermediari financiari.

Oferta publică reprezintă, în mod indubitabil, o **ofertă de a contracta**, manifestare de voință neechivocă a persoanei care își exprimă astfel dorința de a intra în raporturi juridice, având drept obiect vânzarea-cumpărarea de valori mobiliare, cu persoanele cărora le este adresată oferta.

În doctrina franceză[2] s-a considerat că oferta publică de valori mobiliare reprezintă **propunerea de a contracta**, care este în mod normal fermă, irevocabilă, din partea autorului său, întrucât, dacă este acceptată de deținătorii de titluri sau de investitori, cumpărarea, respectiv vânzarea este în mod definitiv perfectată.

În „Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA 2000)", actul normativ central al legislației pieței de capital din Marea Britanie, oferta publică de valori mobiliare este definită extrem de schematic în cadrul art. 1 al Anexei 11, drept o **ofertă adresată persoanelor rezidente în Marea Britanie**, care nu are caracterul unei oferte exceptate. Orice ofertă adresată unui segment al publicului, incluzând, spre exemplu, acționarii sau deținătorii de obligațiuni ai unei corporații, clienții persoanei care inițiază oferta (în cazul în care, spre exemplu, ofertantul este reprezentat de o bancă de investiții care a subscris o întreagă emisiune de valori mobiliare), este privită drept o ofertă publică de FSMA 2000.

1.2. Caractere juridice ale instituției juridice a ofertei publice

Oferta publică de valori mobiliare reprezintă un **act juridic unilateral**, fiind rezultatul voinței exclusive a ofertantului[3].

Oferta publică constă în propunerea de a contracta adresată **mai multor subiecte de drept**, în scopul intrării ofertantului în raporturi juridice cu acestea. În unele cazuri, spre exemplu în situația ofertei publice inițiale de vânzare, oferta este adresată unui număr nedefinit de persoane, denumite în mod generic „investitori", chiar dacă la momentul lansării ofertei nu dețineau în patrimoniu nicio valoare mobiliară. În alte cazuri, de pildă în situația ofertei de cumpărare, propunerea de a contracta este adresată unor subiecte de drept calificate, care au calitatea de acționari, spre exemplu, ai emitentului valorilor mobiliare care fac obiectul ofertei.

---

[1] J.O. nr. L 345, 31.12.2003.

[2] *T. Bonneau, F. Drumond*, Droit des marchés financiers, Deuxieme edition, Ed. Economica, Paris, 2002, p. 581.

[3] *Gh. Beleiu*, op. cit., p. 128.

Oferta publică de valori mobiliare reprezintă o **comunicare a unor informații** către subiectele de drept cărora le este adresată. Informațiile furnizate trebuie să îndeplinească anumite cerințe minimale din punct de vedere calitativ și cantitativ, astfel încât persoanele vizate de ofertă să poată „adopta o decizie cu privire la vânzarea, cumpărarea sau subscrierea respectivelor valori mobiliare".

Comunicarea informațiilor către investitori **se realizează printr-un înscris** cu un conținut și o formă determinate de dispoziții imperative ale legii, respectiv prin intermediul prospectului de emisiune în cazul ofertei publice de vânzare, sau a documentului de ofertă, în cazul ofertei publice de cumpărare.

Secțiunea a 2-a. Condițiile ofertei publice de valori mobiliare

2.1. Condițiile de drept comun

O ofertă publică de valori mobiliare este ținută să îndeplinească aceleași **condiții generale** ca orice ofertă de a contracta[1]:

- oferta trebuie să reprezinte o **manifestare de voință** reală, serioasă, conștientă, neviciată, realizată cu intenția de a angaja din punct de vedere juridic; există o răspundere civilă delictuală specifică în cazul refuzului ofertantului de a încheia actele juridice la care s-a obligat în momentul lansării ofertei;
- oferta trebuie să fie **fermă**, constând într-o propunere clară de angajament juridic; odată lansată oferta, ea nu mai poate fi modificată în mod discreționar de către ofertant, ci numai la solicitarea autorității pieței de capital;
- oferta trebuie să fie **neechivocă**; în cazul ofertei de valori mobiliare, oferta echivocă este imposibilă;
- oferta trebuie să fie **serioasă și completă**, fiind necesar a conține toate elementele importante pentru luarea de către subiectele cărora le este adresată a deciziei de a intra în raporturi juridice cu ofertantul.

2.2. Condiții specifice

Oferta publică de valori mobiliare nu poate fi lansată în absența **elaborării și difuzării către public a unui înscris**, prospectul de ofertă sau documentul de ofertă, după caz.

Oferta publică de valori mobiliare este **supusă autorizării administrative** din partea autorității pieței de capital, Comisia Națională a Valorilor Mobiliare.

În doctrina recentă[2] s-a arătat faptul că o ofertă publică este ținută să „aibă vocația de a oferi informația unui număr de persoane nedeterminate aprioric". Dacă analizăm în general noțiunea de ofertă publică vom constata că o astfel de condiție nu poate fi îndeplinită în situația ofertelor de cumpărare, ce nu pot fi adresate decât unei categorii de persoane determinate cu exactitate, respectiv deținătorilor instrumentelor financiare ce fac obiectul ofertei publice. Din această perspectivă, chiar dacă termenul „public" este prea larg pentru a defini cu exactitate persoanele cărora le sunt adresate ofertele publice de cumpărare, nu putem achiesa la susținerea în sensul că instituția ofertei publice vizează numai acele situații în care persoanele cărora le este adresată nu sunt determinate aprioric.

---

[1] *C. Stătescu, C. Bîrsan*, Drept civil. Teoria generală a obligațiilor, ed. a 8-a, Ed. All Beck, 2002, p. 47.

[2] *C. Gheorghe*, Dreptul pieței de capital, p. 221.

Secțiunea a 3-a. Categoriile de oferte publice

Ofertele publice pot îmbrăca în principal două forme, după **poziția inițiatorului ofertei**:

- **oferte publice de vânzare**, în situația în care persoana fizică sau juridică ce a inițiat oferta intenționează să înstrăineze titlurile deținute către public sau segmentul de public căruia îi este adresată oferta;
- **oferte publice de cumpărare**, în situația în care inițiatorul ofertei intenționează să dobândească dreptul de proprietate asupra titlurilor emise de un anumit emitent și deținute la momentul inițierii ofertei de anumite persoane (acționari, obligatari etc.), care vor avea calitatea de subiecte calificate (generată de situația juridică specială în care se află datorită deținerii titlurilor respective) în cadrul raporturilor juridice pe care le vor încheia cu inițiatorul ofertei, în cazul în care vor accepta propunerea acestuia de a contracta.

Acestora li se adăugă, în practică în cazuri extrem de rare, o a treia categorie, **oferta publică de schimb**, constând în oferta publică de valori mobiliare în cadrul căreia ofertantul oferă/acceptă în schimbul valorilor mobiliare pe care intenționează să le cumpere/vândă alte valori mobiliare.

Oferta publică de vânzare este reglementată în legislația secundară a Uniunii Europene prin **Directiva nr. 2003/71/CE** - „Directiva prospectului", în timp ce cadrul juridic care guvernează oferta publică de cumpărare este prevăzut în **Directiva Parlamentului și Consiliului European 2004/25/CE** privind ofertele publice de cumpărare[1].

La rândul lor, ofertele publice de vânzare și de cumpărare se împart în **subcategorii**, pe care le vom analiza mai jos, în cadrul comentariilor aferente textelor legale incidente acestor tipuri de ofertă publică.

Din perspectiva interesului inițiatorului, în doctrina franceză[2] s-a relevat o **distincție** importantă între aceste două mari categorii de oferte publice, și anume aceea că, dacă ofertele publice de cumpărare se întemeiază pe rațiuni mixte, „de ordin industrial și financiar", ofertele publice de vânzare au la bază numai considerente financiare. Scopul unei oferte publice de cumpărare este acela de a dobândi fie un pachet majoritar de valori mobiliare, fie controlul absolut asupra emitentului. În cazul exercitării procedurii *squeeze-out-ului*, obiectivul urmărit de ofertant constă în eliminarea tuturor celorlalți acționari minoritari din cadrul acționariatului societății. În acest mod, în cazul în care oferta de cumpărare reuşeşte, ofertantul va deţine controlul asupra emitentului, putând decide politica economică a acestuia. Pe de altă parte, oferta de vânzare nu poate avea alt obiectiv decât obţinerea de lichidităţi de către ofertant, fie că acesta este un deţinător de valori mobiliare, fie că este chiar emitentul.

---

[1] J.O. L 142, 30.4.2004.

[2] *T. Bonneau, F. Drumond*, op. cit., p. 581.

În funcţie de **locul/piaţa** unde se desfăşoară ofertele publice, acestea pot fi derulate pe **piaţa primară** sau pe **piaţa secundară**. Pe piaţa primară de capital au loc oferte publice iniţiale şi ofertele publice primare de valori mobiliare, ambele având natura juridică de oferte publice de vânzare. În cadrul pieţelor primare, instrumentele financiare sunt vândute numai prin intermediul ofertei publice[1]. Piaţa secundară de capital este destinată tranzacţiilor propriu-zise cu instrumente financiare, fiind denumită o „piaţă a investitorilor", după cum piaţa primară reprezintă o „piaţă a emitenţilor"[2], dar şi ofertelor publice de cumpărare. În practică, fiecare bursă organizează un segment special de piaţă pe care se derulează aceste oferte publice.

În raport de **subiectul de drept care iniţiază oferta publică**, se disting următoarele categorii:

a) oferte publice **iniţiate de către emitent**, în această categorie intrând numai ofertele publice de vânzare; răscumpărarea propriilor acţiuni de către societatea emitentă nu poate fi asimilată instituţiei ofertei publice;

b) oferte publice iniţiate de persoane fizice sau juridice, care au calitatea de **investitori** pe piaţa de capital; în unele situaţii, avem de-a face cu subiecte de drept calificate drept iniţiatoare ale oferte publice, respectiv acţionari ai emitentului, în cazul ofertelor publice de vânzare secundare sau acţionari care au depăşit un anumit prag de deţinere din drepturile de vot ale emitentului, în cazul ofertelor publice de preluare obligatorii.

În funcţie de **libertatea de a contracta**, ca urmare a iniţierii unei oferte publice, există:

a) **oferte publice voluntare**, din această categorie făcând parte ofertele publice de vânzare, cu excepţia situaţiei în care este iniţiată procedura *squeeze-out-ului* (procedura excluderii acţionarilor minoritari), precum şi ofertele publice voluntare de cumpărare;

b) **oferte publice obligatorii**, în această categorie intrând ofertele publice obligatorii de preluare, care trebuie derulate în mod obligatoriu atunci când un acţionar atinge, direct sau indirect, singur sau acţionând în mod concertat cu alte persoane, un prag de deţinere de 33% din drepturile de vot ale emitentului, precum şi procedura *squeeze-out-ului*, situaţie în care acţionarii minoritari ai emitentului sunt forţaţi să-şi înstrăineze participaţiile către acţionarul-majoritar ofertant.

Secţiunea a 4-a. Prospectului şi documentul de ofertă

4.1. Rolul prospectului/documentului de ofertă

Potrivit dispoziţiilor art. 173 alin. (1) din Legea nr. 297/2004, orice persoană care intenţionează să facă o ofertă publică va înainta C.N.V.M. o cerere de aprobare a prospectului, în cazul ofertei publice de vânzare, sau a documentului de ofertă, în cazul ofertei publice de cumpărare, însoţită de un anunţ, în conformitate cu reglementările emise de C.N.V.M.

---

[1] *Gh. Piperea*, op. cit., Societăţi..., p. 335.

[2] Ibidem, p. 336.

În analiza normei cu caracter general din cuprinsul art. 18 din Legea nr. 31/1990, prospectul de emisiune a fost privit în doctrina de drept comercial semnificativă din România[1], drept instrumentul juridic „care îndeplineşte **rolul de a informa publicul** cu privire la perspectivele de afaceri ale noii societăţi". *Mutatis mutandis*, acelaşi rol de informare a investitorilor îl deţine orice prospect de emisiune elaborat cu privire la o ofertă publică de vânzare sau document de ofertă, redactat în cazul unei oferte publice de cumpărare.

Prospectul de emisiune reprezintă o componentă importantă a **dreptului la informare** al investitorilor. Dacă avem în vedere acţiunile, cel mai cunoscut şi răspândit instrument financiar tranzacţionat pe o piaţă de capital, prospectul de emisiune reprezintă o dimensiune esenţială a rezoluţiei interne a persoanelor care decid să devină, prin subscriere acţionari ai unei societăţi sau, dimpotrivă care hotărăsc să părăsească acţionariatul. Din această perspectivă s-a arătat[2] că dreptul la informare are un caracter crucial pentru acţionarii nou intraţi în societate „dornici să cunoască pe ce vas s-au îmbarcat şi care este echipajul lor".

Obligativitatea prospectului de emisiune, ca element de temelie al oricărei oferte publice a fost statuată pentru prima dată în **„Securities Act"**[3], primul act normativ codificat al pieţei de capital din Statele Unite (votat de Senat şi Congres în anul 1933 ca efect al gravei crizei economice începute în 1929, a fost primul act normativ adoptat în SUA la nivel federal referitor la tranzacţiile cu instrumente financiare, fiind unul din documentele de temelie ale sistemului juridic american în materia pieţei de capital). În Secţiunea 5 a acestui act normativ se prevede nelegalitatea oricărei comunicări sau transmiteri de informaţii către public în absenţa unui prospect care respectă cerinţele minime legale, prevăzute în Secţiunea 10 a Securities Act 1933.

Principalul rol al prospectului de emisiune, ca şi a documentului de ofertă, în cazul ofertelor de cumpărare, este acela de a asigura punerea în executare a principiului fundamental al pieţei de capital, principiul **protecţiei investitorilor**.

Acest obiectiv este statuat în cadrul paragrafului 16 al „Considerentelor" Directive 2003/71/CE şi reluat în cadrul parag. 21, prin afirmarea tezei potrivit căreia **„informaţia** constituie un factor determinant pentru protecţia investitorilor."

În cadrul art. 3 alin.(1) lit. b) din Directiva Parlamentului şi Consiliului European 2004/25/CE privind ofertele publice de cumpărare este statuat principiul potrivit căruia deţinătorii de valori mobiliare la societatea ale cărei titluri fac obiectul ofertei publice trebuie să dispună de suficient timp şi de **suficiente informaţii** pentru a putea lua o decizie privind oferta în deplină cunoştinţă de cauză.

---

[1] *St.D. Cărpenaru, S. David, C. Predoiu, Gh. Piperea*, op. cit., 2006, p. 103.

[2] *M. Cozian, A. Viandier*, Droit des sociétés, cinquième édition, Ed. Litec, Paris, 1992, p. 266.

[3] Securities Act este codificat în legislaţia SUA sub nr. 15 U.S.C. § 77a, http://www.law.cornell.edu/uscode/15/77a.html.

Având în vedere acest rol esenţial al prospectului şi al documentului de ofertă, legiuitorul european a decis să stabilească norme legale privind **determinarea conţinutului lor minim** şi să impună principiul potrivit căruia este necesară **avizarea** de către autorităţile administrative competente din statele membre a acestor acte juridice ce stau la baza ofertelor publice.

4.2. Procedura aprobării prospectului şi obligaţiile ofertantului

Noţiunea de **aprobare a unui prospect** a primit o definiţie legală odată cu intrarea în vigoare a Regulamentului C.N.V.M. nr. 31/2006, de completare a reglementărilor C.N.V.M. în vederea implementării unor prevederi ale directivelor europene[1], noul art. 2 alin.(2) lit. b^1) al Regulamentului nr. 1/2006 stipulând: aprobare a unui prospect – acordul cu privire la prospect, rezultat în urma verificării, de către autoritatea competentă din statul membru de origine, a caracterului complet al prospectului, precum şi a consistenţei şi clarităţii informaţiilor prezentate.

Potrivit art. 13 alin. (2) din „Directiva prospectului", C.N.V.M., în calitatea sa de autoritate competentă, este ţinută să **notifice**, după caz, emitentului, ofertantului sau persoanei care solicită admiterea la tranzacţionarea pe o piaţă reglementată decizia sa privind aprobarea prospectului, în următoarele **zece zile lucrătoare** după prezentarea proiectului de prospect. Termenul se poate prelungi la douăzeci de zile lucrătoare în cazul în care oferta publică conţine valori mobiliare emise de către un emitent căruia nu i s-a admis încă nici o valoare la tranzacţionarea pe o piaţă reglementată şi care nu a făcut încă o ofertă publică de valori mobiliare.

În cazul în care autoritatea competentă omite să se pronunţe asupra prospectului în termenul precizat mai sus, aceasta **nu se consideră ca o aprobare** a prospectului.

Conform art. 13 alin. (4) din Directiva prospectului, în cazul în care autoritatea competentă consideră, din motive rezonabile, că documentele care îi sunt prezentate sunt incomplete, sau că sunt necesare informaţii suplimentare, termenele menţionate mai sus (de zece, respectiv douăzeci de zile) **încep să curgă de la data la care informaţiile sunt furnizate** de emitent, ofertant sau de persoana care solicită admiterea la tranzacţionare.

În cazul în care documentele sunt **incomplete**, autoritatea competentă este ţinută să informeze emitentul cu privire la aceasta, în următoarele zece zile lucrătoare după depunerea solicitării.

Autoritatea competentă a unui stat membru al Uniunii Europene poate **delega** aprobarea unui prospect unei autorităţi competente a unui alt stat membru, cu acordul acestuia din urmă. Această delegare trebuie notificată emitentului, ofertantului sau persoanei care solicită admiterea la tranzacţionarea pe o piaţă reglementată în următoarele trei zile lucrătoare după data luării deciziei de către autoritatea competentă a statului membru de origine. Termenul în care autoritatea competentă este ţinută să emită o decizie în privinţa aprobării prospectului începe să curgă de la această dată.

Ofertantul are obligaţia de a **nu disemina** către public niciun prospect/document de ofertă publică de valori mobiliare **înainte de aprobarea** acestuia de către C.N.V.M.

---

[1] M.Of. nr. 5 din 4 ianuarie 2007.

Ulterior aprobării sale de către C.N.V.M., prospectul/documentul de ofertă trebuie **comunicat** de către ofertant, direct sau prin intermediarul autorizat, mandatat să efectueze serviciile aferente derulării ofertei publice, **operatorului pieţei reglementate/sistemului alternativ de tranzacţionare** pe care se tranzacţionează sau se intenţionează admiterea la tranzacţionare a valorilor mobiliare respective, la data publicării anunţului de ofertă, pe suport de hârtie şi suport electronic.

Conform art. 173 alin. (2) din Legea nr. 297/2004, după aprobarea prospectului/documentului de ofertă, acesta trebuie să fie disponibil publicului cel mai târziu la data iniţierii derulării ofertei publice.

4.3. Atribuţiile C.N.V.M. în cadrul procedurii de aprobare a unui prospect/document de ofertă publică

Conform art. 180 din Legea nr. 297/2004, autoritatea administrativă a pieţei de capital, în situaţia în care primeşte o cerere privind aprobarea unui prospect/document de ofertă, are următoarele prerogative:

a) să ceară ofertantului să insereze informaţii suplimentare în prospectul/documentul de ofertă necesare protecţiei investitorilor;

b) să ceară ofertantului şi persoanelor care îl controlează sau sunt controlate de acesta, informaţii şi documente;

c) să ceară auditorilor şi conducerii ofertantului şi intermediarilor, informaţii şi documente necesare în vederea protecţiei investitorilor;

d) să dispună suspendarea derulării unei oferte de câte ori consideră necesar, pe o perioadă de cel mult 10 zile lucrătoare pentru fiecare suspendare, dacă există indicii temeinice privind încălcarea prevederilor prezentei legi şi a reglementărilor emise de C.N.V.M.;

e) să dispună interzicerea sau suspendarea efectuării publicităţii aferente unei oferte publice de câte ori consideră necesar, pe o perioadă de cel mult 10 zile lucrătoare pentru fiecare suspendare, dacă există indicii temeinice privind încălcarea prevederilor prezentei legi şi a reglementărilor emise de C.N.V.M.;

f) să dispună revocarea deciziei de aprobare, dacă constată că derularea ofertei publice se face cu încălcarea prevederilor prezentei legi, ale reglementărilor emise de C.N.V.M., precum şi în următoarele situaţii:

- dacă apreciază că circumstanţe ulterioare deciziei de aprobare determină modificări fundamentale ale elementelor şi datelor care au motivat-o;
- când ofertantul informează C.N.V.M. că retractează oferta, înainte de lansarea anunţului de ofertă;

g) să dispună anularea deciziei de aprobare, dacă aceasta a fost obţinută pe baza unor informaţii false, ori care au indus în eroare;

h) să facă public faptul că un ofertant nu îşi respectă obligaţiile asumate.

Autoritatea administrativă este ţinută **să urmărească furnizarea** de către ofertant, cu promptitudine, a **unor informaţii complete şi relevante**, astfel încât să fie respectate cele două principii fundamentale care guvernează piaţa de capital, cel al transparenţei şi cel al protecţiei investitorilor.

Dispoziţiile art. 180 lit. a)-c) vizează punerea în aplicare a îndatoririi C.N.V.M. de a impune respectarea celor două principii de către toţi participanţii la piaţă, prin

asigurarea furnizării tuturor informaţiilor relevante necesare cu ocazia derulării unei oferte publice.

Informaţiile relevante referitoare la oferta publică pot fi solicitate de către autoritatea pieţei de capital de la toate persoanele fizice şi juridice care le pot deţine, nu numai de la ofertant. Astfel, C.N.V.M. poate solicita **persoanelor care controlează ofertantul sau sunt controlate de acesta**, informaţii şi documente de natură să aducă clarificări cu privire la situaţia economică, financiară sau juridică a ofertantului. De asemenea, autoritatea administrativă are dreptul să solicite informaţii **auditorilor** şi **conducerii** ofertantului, precum şi **intermediarului** autorizat care efectuează serviciile de investiţii financiare aferente ofertei publice.

Legislaţia Uniunii Europene are în vedere stabilirea unor cerinţe de furnizare în cadrul prospectului a unor **informaţii generale minimale**, precum şi a unor **informaţii specifice suplimentare**, necesare în funcţie de tipul operaţiunilor efectuate în cadrul ofertelor publice.

În acest context, Regulamentul CE nr. 809/2004 a introdus noţiunile de „schemă" şi „modul", pentru a determina parametrii obligaţiei de informare a ofertantului, emitentului, intermediarilor şi a altor persoane implicate în derularea ofertei publice. Astfel, **schema** înseamnă o listă a **informaţiilor minime necesare**, adaptate naturii specifice a diferitelor tipuri de emitenţi şi a diferitelor categorii de valori mobiliare în cauză. **Modulul** înseamnă o listă a informaţiilor suplimentare necesare, neprevăzute în niciuna dintre schemele care însoţesc, după caz, una sau mai multe scheme, în funcţie de tipul de instrument şi de tranzacţia pentru care se elaborează un prospect sau un prospect de bază. Schemele şi modulele conţinând informaţiile ce trebuie transmise autorităţii pieţei de capital în vederea aprobării prospectului/documentului de ofertă sunt cuprinse în Anexele I-XVII ale Regulamentului nr. 809/2004.

Trebuie realizată o **distincţie** între dreptul C.N.V.M. de a dispune obligarea ofertantului la includerea unor informaţii suplimentare în prospectul de emisiune [art. 180 lit. a)] şi solicitarea adresată acestuia de a comunica date şi înscrisuri suplimentare, în cadrul documentaţiei ataşate prospectului de emisiune [art. 180 lit. b)]. În cazul primei situaţii, scopul solicitării autorităţii administrative constă în informarea corectă şi completă a publicului cu privire la elementele ofertei publice, în timp ce cea de-a doua prerogativă are drept obiectiv formarea unei opinii temeinice a autorităţii administrative cu privire la îndeplinirea condiţiilor de formă şi fond în vederea autorizării prospectului/documentului de ofertă publică.

Pe de altă parte, dispoziţiile art. 3 alin. (2) din Regulamentul C.E. nr. 809/2004 arată că nicio autoritate competentă nu va putea solicita ca prospectul să conţină informaţii despre subiecte care nu sunt incluse în Anexele la regulament. În aceste condiţii, este vorba de o **enumerare limitativă** a elementelor în legătură cu care este necesar a se insera informaţii în prospectul de emisiune, cuprinsă în actul normativ al Comisiei Europene (textul acestuia fiind preluat în Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006).

Cu privire la informaţiile date publicităţii cu ocazia unei oferte publice, paragraful al treilea al „Considerentelor" Regulamentului C.E. nr. 809/2004, indică faptul că legiuitorul european consideră oportun ca informaţiile furnizate de către emitent, ofertant sau persoana care solicită admiterea la tranzacţionare pe o piaţă reglementată în conformitate cu prezentul regulament să între sub incidenţa prevederilor Uniunii Europene privind **protecţia datelor**.

Exercitarea dreptului C.N.V.M. de „a face public faptul că un ofertant nu îşi respectă obligaţiile asumate" are consecinţe asupra **credibilităţii** ofertantului în cauză, fiind o sancţiune *sui-generis*.

Autoritatea administrativă are posibilitatea să dispună suspendarea, revocarea sau anularea deciziei de aprobare a ofertei publice, precum şi suspendarea activităţii de publicitate a acestei operaţiuni de piaţă. Toate aceste incidente care afectează desfăşurarea ofertei publice le vom trata mai jos, întrucât sunt evenimente care survin ulterior emiterii actului administrativ de aprobare a ofertei publice.

4.4. Decizia de aprobare a prospectului/documentului de ofertă publică

Decizia de aprobare a prospectului/documentului de ofertă are natura juridică a unei **autorizaţii administrative libere**[1], întrucât autoritatea administrativă posedă un drept de apreciere asupra emiterii acestui act administrativ. La emiterea deciziei de aprobare sau de respingere a prospectului de ofertă publică, C.N.V.M. nu se va rezuma numai la verificarea îndeplinirii condiţiilor minimale impuse de lege, ci, în baza puterii sale discreţionare, va emite actul administrativ individual ce va trebui să se încadreze în limitele normelor legale în vigoare. Spre exemplu, informaţiile minimale pe care trebuie să le conţină prospectul de emisiune, conţinute în Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, Anexele 1-14 (care sunt aplicabile în funcţie de tipul de ofertă publică) pot fi considerate insuficiente de către autoritatea administrativă, situaţie în care aceasta are dreptul de a solicita suplimentarea acestora. Nerespectarea cerinţei formulate de C.N.V.M. poate conduce la respingerea prospectului.

Decizia de aprobare a prospectului/documentului ofertei publice adoptată de către autoritatea competentă a pieţei de capital reprezintă o **condiţie prealabilă de validitate** a actului juridic al ofertei publice.

Libertatea contractuală este astfel în mod indirect afectată de interferenţa puterii executive în mecanismul formării voinţelor juridice ale contrapărţilor contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni ce urmează a se încheia ca urmare a acceptării ofertei. Această limitare a libertăţii de voinţă slujeşte însă unui **interes public**, acela al realizării protecţiei intereselor legitime ale investitorilor pe piaţa de capital. În absenţa unei reglementări stricte a procedurii efectuării ofertelor publice, dar, mai ales, a unei supravegheri a îndeplinirii cerinţelor legale imperative de către ofertant şi de către celelalte persoane implicate în derularea ofertei, acestea ar putea profita de poziţia economică dominantă ce o deţin cu privire la valorile mobiliare ce fac obiectul ofertei publice, în dauna celorlalţi participanţi la piaţă, subscriitori în cadrul ofertelor publice. S-ar ajunge astfel la situaţia în care ofertele publice ar fi efectuate la preţuri ce ar corespunde în mod exclusiv intereselor ofertanţilor. O astfel de situaţie ar avea consecinţe deosebite mai ales în cazul ofertelor publice de preluare sau al exercitării dreptului de *squeeze out*.

Existenţa unei cenzuri din partea autorităţii administrative în privinţa ofertelor publice derulate pe piaţa de capital este justificată şi de necesitatea **menţinerii echilibrului creat de legea naturală a cererii şi a ofertei**, şi implicit a păstrării încrederii în respectiva piaţă de capital. O ofertă efectuată la un preţ stabilit discreţionar de către ofertant, fără a exista criterii legale de determinare a acestuia, poate ruina încrederea investitorilor în capacitatea respectivei pieţe (privită *lato sensu*, incluzând şi autorităţile competente) de a menţine transparenţa şi corectitudinea tranzacţionării, ocrotindu-se astfel interesele legitime ale tuturor investitorilor.

---

[1] *A. Iorgovan*, Tratat de drept administrativ, vol. II, ed. a 4-a, Ed. All Beck, Bucureşti, 2005, p. 80.

Decizia C.N.V.M. de aprobare a prospectului de emisiune, act individual emis în temeiul art. 9 alin. (1) din Statutul C.N.V.M., devine **lipsită de efect** în cazul în care oferta publică de cumpărare/preluare sau oferta publică de vânzare nu este iniţiată în termen de **maximum zece zile lucrătoare** de la data aprobării de către C.N.V.M. a documentului de ofertă, respectiv a prospectului de ofertă.

4.5. Nulitatea ofertelor publice derulate fără aprobarea prospectului/documentului de ofertă

Potrivit dispoziţiilor art. 174 alin. (1) din Legea nr. 297/2004, oferta publică derulată fără aprobarea prospectului/documentului de ofertă ori cu nerespectarea condiţiilor stabilite prin decizia de aprobare este nulă de drept şi atrage pentru cei în culpă aplicarea sancţiunilor prevăzute de lege.

C.N.V.M. poate stabili, conform dispoziţiilor art. 4 alin. (6) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006 **derularea ofertei publice fără aprobarea prospectului/documentului de ofertă** ori cu nerespectarea condiţiilor stabilite prin decizia de aprobare, putând constata totodată **nulitatea** acesteia precum şi a actelor subsecvente. În baza constatării de către C.N.V.M. a nulităţii ofertei publice, orice persoană interesată se poate adresa instanţei de judecată competentă în vederea repetiţiunii titlurilor, respectiv a fondurilor primite.

Suntem în prezenţa unei **nulităţi exprese** a cărei constatare se va realiza de către instanţa de judecată competentă, la cererea oricărei părţi interesate.

Soluţia legislativă prezentă în cadrul art. 174 alin.(1) este în consonanţă cu dreptul comun, unde lipsa sau nevalabilitatea autorizaţiei administrative este considerată drept o **cauză de nulitate absolută** a actului juridic civil a cărui încheiere validă depinde de existenţa unei aprobări a autorităţii administrative[1].

Nulitatea actului juridic unilateral al ofertei publice prezintă relevanţă practică deosebită în ipoteza în care există **acte de acceptare** a sa, ofertantul şi subscriitorii intrând astfel în raporturi juridice patrimoniale.

Nulitatea actului juridic unilateral al ofertei publice produce **efecte retroactive,** *ex tunc*, astfel încât respectarea principiului legalităţii lipseşte de orice efecte juridice produse de oferta publică desfăşurată fără aprobarea prospectului/documentului de ofertă ori cu nerespectarea condiţiilor stabilite prin decizia de aprobare.

În aceste condiţii, potrivit regulii de drept *quod nullum est, nullum producit effectum*, actele juridice translative de proprietate încheiate ca urmare a subscrierii prospectului/documentului de ofertă, considerat nul de drept, vor fi, la rândul lor, **lovite de nulitate absolută**.

În absenţa textului art. 4 alin. (6) al Regulamentului C.N.V.M. nr. 1/2006, normă din cadrul legislaţiei secundare a pieţei de capital, restituirea prestaţiilor părţilor din tranzacţia de vânzare-cumpărare, în speţă restituirea contravalorii subscrierii efectuate în temeiul unei oferte publice efectuate în absenţa prospectului sau cu nerespectarea cerinţelor din decizia de aprobare a prospectului/documentului de ofertă publică, nu s-ar fi putut obţine pe cale judiciară fără ca instanţa de judecată competentă să **declare în prealabil nulitatea ofertei publice.**

---

[1] *Gh. Beleiu*, op. cit., 1998, p. 200.

O acţiune în nulitatea absolută a ofertei publice derulate cu încălcarea dispoziţiilor imperative ale legii, ar fi fost necesar a fi **timbrată la valoare**, potrivit dispoziţiilor art. 2 alin. (1^1) din Legea nr. 146/1997 privind taxele judiciare de timbru[1]. Problema de ordin practic ce s-ar fi ridicat şi ar fi reprezentat un veritabil impediment în privinţa accesului la justiţie a persoanelor care au subscris în cadrul ofertei publice ar fi fost reprezentată de aceea că valoarea la care trebuia realizată timbrarea era aceea întregii oferte publice şi nu doar a instrumentelor financiare subscrise de către reclamant. Această soluţie ar fi fost singura legală, întrucât nu este de conceput ca o parte interesată să obţină declararea nulităţii absolute parţiale, numai în măsura şi în cuantumul subscrierilor sale, a actului juridic unilateral care constă în oferta publică efectuată fără a se întemeia pe un prospect/document de ofertă autorizat de către C.N.V.M.

Este de discutat dacă o persoană care a derulat o ofertă publică declarată nulă de către **C.N.V.M.**, autoritate administrativă din sfera puterii executive, nu se poate apăra invocând teza potrivit căreia autoritatea pieţei de capital **nu are puterea de a declara nulitatea** ofertei publice, act juridic civil, derulate cu încălcarea cerinţelor imperative ale legii, întrucât încalcă principiul constituţional al separaţiei puterilor în stat, statuat în art. 1 alin. (4) din Constituţie.

Pe de altă parte, s-ar putea susţine că dispoziţiile art. 4 alin. (6) din Regulamentul nr. 1/2006, **adaugă la lege**, întrucât în Legea pieţei de capital nu este prevăzută prerogativa C.N.V.M. de a declara nulitatea unei oferte publice. Mai mult, analizând prevederile art. 9 din Statutul C.N.V.M., referitor la actele individuale ale Comisiei, constatăm că în enumerarea limitativă din cadrul primelor patru alineate ale articolului în discuţie, care descriu sfera de acţiune a fiecărui act individual administrativ emis de către C.N.V.M., nu se regăseşte şi prerogativa declarării nulităţii unei oferte publice.

Autoritatea pieţei de capital are în mod evident dreptul de a emite **sancţiuni cu caracter administrativ** împotriva persoanelor vinovate de încălcarea legislaţiei pieţei de capital, care se întind de la avertisment şi până la amendă cu 5% din capitalul social în cazul persoanelor juridice.

În cazul unei oferte publice de valori mobiliare suntem în situaţia unor **raporturi juridice de drept privat**, în care subiectele de drept au intrat datorită manifestării de voinţă personale neviciate. Chiar dacă elementele de bază care circumscriu orice ofertă publică de valori mobiliare – preţul ofertei, condiţiile ofertei, perioada ofertei, în unele cazuri chiar şi obligativitatea acceptării ofertei – sunt prestabilite în norme imperative legale, fiind vorba în cazul determinării acestora de o voinţă statală[2] nu se poate susţine o altă natură juridică a ofertei publice decât aceea de act juridic civil unilateral.

---

[1] M.Of. nr. 173 din 29 iulie 1997.

[2] *N. Popa*, Teoria generală a dreptului, ed. a 3-a, Ed. C.H. Beck, Bucureşti, 2008, p. 214.

Având în vedere aceste aspecte, considerăm că o persoană interesată ar putea ridica cu succes **excepţia de nelegalitate** a dispoziţiilor art. 4 alin. (6) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, în temeiul prevederilor art. 4 din Legea contenciosului administrativ nr. 554/2004[1].

Acţiunea în declararea nulităţii absolute a ofertei publice derulate cu încălcarea dispoziţiilor legale ar putea fi **introdusă şi de către C.N.V.M.**, în temeiul dispoziţiilor art. 7 alin. (8) din Statutul C.N.V.M., care stipulează că autoritatea pieţei de capital „are legitimare procesuală activă şi poate interveni în orice proces privind normele adoptate sau actele individuale emise de aceasta, fără obligaţia de a proba un interes". C.N.V.M. nu este scutită de plata taxei de timbru. Nu pot fi incidente dispoziţiile art. 17 din Legea nr. 146/1997 referitoare la scutirea instituţiilor publice de plata taxei de timbru, deoarece acest text legal vizează numai situaţiile în care cererile au ca obiect venituri publice.

Considerăm, *de lege ferenda,* că se impune completarea legii taxelor de timbru, în sensul instituirii unei **scutiri de plata taxei de timbru a C.N.V.M.** pentru acele cereri care vizează declararea nulităţii ofertelor publice derulate cu nerespectarea condiţiilor stabilite prin decizia de aprobare sau în absenţa deciziei de aprobare a prospectului/documentului de ofertă. Numai în acest mod se va putea realiza conformitatea cu exigenţele constituţionale, prin menţinerea prerogativelor autorităţii pieţei de capital în sfera de acţiune a puterii executive, fără a exista nicio interferenţă în competenţa generală a puterii judecătoreşti. În acest mod, C.N.V.M., deţinând calitate procesuală activă, va putea să introducă la secţia comercială a tribunalului judeţean competent sau al municipiului Bucureşti, după caz, acţiune în constatarea nulităţii absolute a actului juridic al ofertei publice şi al tranzacţiei unice prin care s-a realizat transferul dreptului de proprietate asupra valorilor mobiliare subscrise în cadrul ofertei publice.

4.6. Nulitatea tranzacţiilor efectuate în baza unei oferte publice nule şi restituirea prestaţiilor

Tranzacţiile efectuate ca urmare a acceptării unei oferte publice declarate nule sunt lovite la rândul lor de nulitate în temeiul principiului ***resoluto iure dantis resolvitur ius accipientis.*** Suntem în prezenţa unei aplicări a acestui principiu din dublă perspectivă: pe de o parte este vorba de nulitatea/inexistenţa autorizaţiei administrative obligatorii care a stat la baza actului juridic bilateral concretizat în tranzacţia de vânzare-cumpărare de valori mobiliare încheiată între ofertant şi subscriitorii-acceptanţi; pe de altă parte, declararea nulităţii actului principal, oferta publică, conduce la nulitatea actelor juridice subsecvente, respectiv a tranzacţiilor încheiate între ofertant şi acceptanţi.

Conform art. 174 alin. (2) din Legea nr. 297/2004, ofertantul va fi obligat faţă de investitorii de bună-credinţă la restituirea plăţilor şi la daune-interese decurgând din nulitatea tranzacţiilor încheiate pe baza unei astfel de oferte.

Acţiunea în restituirea prestaţiilor, subsecventă declarării nulităţii ofertei publice, este **introdusă de subscriitorul-acceptant** şi se timbrează la valoare.

---

[1] M.Of. nr. 1154 din 7 decembrie 2004.

În cazul în care se constată că fapta de a derula oferta publică a îmbrăcat forma unei infracţiuni, nulitatea tranzacţiilor şi restituirea prestaţiilor se poate obţine şi **în cadrul procesului penal**, în temeiul principiului restabilirii situaţiei anterioare, potrivit dispoziţiilor art. 14 şi 170 C.proc.pen.

Secţiunea a 5-a. Publicitatea ofertelor publice

În general, scopul publicităţii este de a stimula vânzarea şi de a face cât mai atractiv pentru masa cumpărătorilor un produs, în competiţie cu produsele competitorilor[1].

Publicitatea unei oferte publice este incontestabil mai importantă în cazul ofertelor publice de vânzare de instrumente financiare, decât în cazul celor de cumpărare.

5.1. Anunţul de ofertă

Publicul, viitorii investitori, acceptanţi ai ofertei publice sunt informaţi în legătură cu iniţierea ofertei publice prin intermediul unui document numit **anunţ de ofertă publică**.

Noţiunea anunţului de ofertă publică este definită legal în art. 2 alin.(2) lit. a) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006: **anunţ de ofertă publică** - anunţul lansat de o persoană sau un grup de persoane prin care se aduc la cunoştinţa publicului principalele informaţii privind condiţiile ofertei publice, inclusiv cele referitoare la modalităţile prin care prospectul/documentul de ofertă este disponibil publicului;

După aprobarea prospectului, respectiv a documentului de ofertă de către C.N.V.M., ofertantul face cunoscută oferta prin publicarea unui **anunţ de ofertă** care, conform art. 175 alin. (2) din Legea nr. 297/2004, anunţul de ofertă conţine informaţii privind modalităţile prin care prospectul/documentul de ofertă este disponibil publicului.

De asemenea, anunţul de ofertă conţine anumite informaţii minimale, prevăzute în cadrul Anexei nr. 16 a Regulamentului C.N.V.M. nr. 1/2006, pentru ofertele publice de vânzare şi Anexei 24 a aceluiaşi act normativ, pentru ofertele publice de cumpărare printre care: tipul, clasa şi valoarea valorilor mobiliare ce fac obiectul ofertei; perioada de derulare a ofertei; declaraţie cu privire la faptul că a fost întocmit un prospect şi locurile unde poate fi obţinut; dacă prospectul este disponibil în forma tipărită, locurile şi perioada de timp în care forma tipărită a acestuia este disponibilă pentru public etc.

Anunţul de ofertă publică poate fi lansat în orice moment după emiterea deciziei de aprobare a prospectului/documentului de ofertă de către C.N.V.M. şi trebuie publicat în cel puţin două cotidiane de difuzare naţională, potrivit dispoziţiilor art. 175 alin. (1) din Legea nr. 297/2004.

Anunţul la care se referă art. 175 din Legea nr. 297/2004 are un caracter obligatoriu. Pe lângă acest document cu caracter obligatoriu ce trebuie dat publicităţii de către ofertant, acesta poate utiliza şi alte **comunicări cu caracter publicitar**, facultative, având drept obiectiv promovarea ofertei publice.

---

[1] *I. Turcu,* op. cit., vol. III, p. 198.

Conform dispoziţiilor art. 2 pct. 9 din Regulamentul Comisiei Europene nr. 809/2004, de punere în aplicare a Directivei 2003/71/CE a Parlamentului European şi a Consiliului în ceea ce priveşte informaţiile conţinute în prospectele, structura prospectelor, includerea de informaţii prin trimiteri, publicarea prospectelor şi difuzarea comunicatelor cu caracter publicitar[1], **comunicat cu caracter publicitar** înseamnă orice anunţ care îndeplineşte următoarele două condiţii cumulative:

a) se referă la o ofertă publică specifică de valori mobiliare sau admiterea unor valori mobiliare la tranzacţionare pe o piaţă reglementată;

b) care are ca scop să promoveze specific subscrierea sau achiziţionarea titlurilor în cauză;

Potrivit art. 15 alin. (2) din Directiva prospectului, toate comunicările cu caracter promoţional legate de oferta publică sunt ţinute să anunţe că un prospect a fost sau va fi publicat şi **să indice locul** din care investitorii pot sau vor putea să îl procure.

Directiva prospectului impune şi regula potrivit căreia toate comunicările cu caracter promoţional trebuie să conţină elemente din care să rezulte acest caracter. **Informaţiile** pe care acestea le conţin este necesar **a nu fi eronate şi a evita orice confuzie**. De asemenea, acestea trebuie să fie compatibile cu informaţiile conţinute în prospect, în cazul în care acesta a fost deja publicat sau cu informaţiile care trebuie să figureze în acesta, în cazul în care acesta se publică ulterior.

De altfel, orice informaţie difuzată pe cale orală sau în scris în ceea ce priveşte oferta publică sau admiterea la tranzacţionarea pe o piaţă reglementată, chiar dacă aceasta nu are caracter promoţional, este necesar **să concorde** întotdeauna cu informaţiile difuzate în prospect.

Autoritatea administrativă a pieţei de capital are îndatorirea de a **verifica** permanent dacă activităţile promoţionale privind oferta publică sau admiterea la tranzacţionarea pe o piaţă reglementată de valori mobiliare sunt conforme cu dispoziţiile legale imperative sus-menţionate. Potrivit art. 178 alin. (1) din Legea nr. 297/2004, orice material publicitar aferent ofertei nu va putea fi adus la cunoştinţa publicului decât după aprobarea acestuia de către C.N.V.M. De altfel, orice formă de publicitate a ofertei, anterioară emiterii deciziei de aprobare a documentului/prospectului, este interzisă.

Orice **material publicitar** aferent ofertei publice, cu excepţia anunţului de ofertă, trebuie **depus spre aprobare la C.N.V.M.** cu cel puţin şapte zile lucrătoare înainte de închiderea perioadei de derulare a ofertei şi este necesar a fi adus la cunoştinţa publicului începând cu data în care prospectul/documentul de ofertă este disponibil publicului şi până cel târziu cu o zi lucrătoare înainte de închiderea ofertei.

Dispoziţiile art. 34 din Regulamentul C.E. nr. 809/2004, precizează **mijloacele de comunicare** prin care pot fi difuzate materialele cu caracter publicitar legate de oferta publică. Aceste materiale pot fi difuzate public de către părţile interesate, precum emitentul, ofertantul sau persoana care solicită admiterea, intermediarii financiari care participă la investiţia şi la subscrierea valorilor mobiliare, prin: imprimate adresate sau neadresate; mesaje electronice sau mesaje transmise pe telefonul mobil sau pager; scrisori tipizate; publicitate în presă, însoţită sau nu de un formular de subscriere; cataloage; apeluri telefonice, cu sau fără intervenţie umană; seminarii şi prezentări; radio; videotelefon; videotext; poştă electronică; fax; televiziune; notificări; panouri publicitare; afişe; broşuri;anunţuri pe Internet, inclusiv prin bannere publicitare.

---

[1] JO L 149, 30.4.2004.

Potrivit art. 178 alin. (4) din Legea nr. 297/2004, orice formă de publicitate care incită la acceptarea ofertei publice, făcută cu prezentarea ofertei ca beneficiind de avantaje sau de alte calităţi decurgând din decizia C.N.V.M. de aprobare a documentului/prospectului, constituie dol prin publicitate abuzivă sau mincinoasă, care viciază tranzacţiile probate ca fiind motivate de o asemenea prezentare.

5.2. Informarea publicului cu privire la prospectul/documentul de ofertă

Dispoziţiile art. 175 alin. (3) din Legea pieţei de capital prevăd că prospectul/documentul de ofertă se consideră a fi disponibil publicului, într-una din următoarele situaţii:

a) este publicat în unul sau mai multe cotidiane de difuzare naţională;

b) poate fi obţinut de un potenţial investitor în mod gratuit, pe suport de hârtie, cel puţin la sediile ofertantului şi intermediarului respectivei oferte, sau la sediul operatorului pieţei reglementate pe care sunt admise la tranzacţionare respectivele valori mobiliare;

c) este publicat în format electronic pe website-ul ofertantului şi al intermediarului ofertei;

d) este publicat în format electronic pe website-ul operatorului de piaţă pe care se intenţionează admiterea la tranzacţionare a respectivelor valori mobiliare;

e) este publicat în format electronic pe website-ul C.N.V.M., în situaţia în care aceasta a decis să ofere acest serviciu.

Potrivit dispoziţiilor art. 6 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, prospectul/documentul de ofertă este **pus la dispoziţia investitorilor** începând cu data publicării anunţului de ofertă, pe toată perioada de derulare a ofertei.

În situaţia în care prospectul/documentul de ofertă a fost făcut disponibil publicului în format electronic, o copie pe suport de hârtie trebuie furnizată, la cererea oricărui investitor, în mod gratuit, la sediul ofertantului sau al intermediarului ofertei.

Secţiunea a 6-a. Desfăşurarea ofertelor publice

6.1. Momentul la care oferta publică devine obligatorie

Momentul începând cu care oferta publică devine irevocabilă este stabilit de legiuitor ca fiind acela al publicării anunţului de ofertă în cel puţin două cotidiane naţionale, potrivit art. 176 din Legea nr. 297/2004.

Este de menţionat faptul că legiuitorul a fixat drept moment al naşterii caracterului irevocabil al ofertei cel al **înştiinţării publicului** în legătură cu existenţa ofertei publice şi nu acela la care investitorii iau cunoştinţă de elementele de conţinut ale ofertei, prin intermediul prospectului/documentului de ofertă. Este adevărat că momentul publicării anunţului de ofertă trebuie să coincidă cu acela începând cu care prospectul/documentul de ofertă devine disponibil publicului.

Norma imperativă ce statuează obligativitatea ofertei publice pe piața de capital reprezintă o **normă specială**, derogatorie, de la dispozițiile art. 37 C.com., care stipulează: „Până ce contractul nu este perfect, propunerea și acceptarea sunt revocabile. Cu toate acestea, deși revocarea împiedică ca contractul să devie perfect, dacă ea ajunge la cunoștința celeilalte părți, după ce aceasta întreprinsese executarea lui, atunci cel care revocă contractul răspunde de daune-interese".

Dacă s-ar aplica dreptul comun, art. 37 C.com., ar însemna ca oferta publică să poată fi revocată până în momentul efectuării tranzacției ce consfințește rezultatul subscrierilor din partea acceptanților ofertei, moment situat după finalizarea perioadei de valabilitate a ofertei publice, sau, cel puțin până în momentul efectuării primei subscrieri. O astfel de soluție ar fi fost însă în totală contradicție cu principiile care guvernează piața de capital, întrucât ar fi fost flagrant violat **principiul protecției investitorilor**, fiind afectate drepturile persoanelor care au luat decizia subscrierii în cadrul ofertei publice pe baza informațiilor publice din prospectul de emisiune.

Irevocabilitatea ofertei publice după momentul publicării anunțului de ofertă ridică problema **răspunderii ofertantului** în ipoteza în care, din cauze neimputabile, nu poate onora promisiunea de a contracta asumată prin prospectul/documentul de ofertă.

În situația **ofertei publice de vânzare**, o astfel de situație este exclusă, întrucât C.N.V.M. nu va aproba o ofertă publică de vânzare a unor instrumente financiare care nu se află în patrimoniul ofertantului în momentul depunerii cererii de aprobare a prospectului de ofertă. Așadar, în ipoteza în care ofertantul nu va putea să onoreze subscrierile efectuate de către acceptanții ofertei el nu va putea invoca nicio cauză exoneratoare de răspundere (forță majoră sau caz fortuit), neexistând nicio faptă sau împrejurare care să-i fi împiedicat sau anihilat libertatea de voință, astfel încât să fie exclusă vinovăția sa[1]. Chiar și în cazul unei executări silite asupra titlurilor ce fac obiectul ofertei publice de vânzare, situație în care ieșirea acestora din patrimoniul ofertantului nu este rezultatul voinței sale, acesta **va răspunde față de subscriitori**, pe temeiul răspunderii civile delictuale, pentru neexecutarea obligațiilor asumate prin prospectul de ofertă publică, respectiv transmiterea dreptului de proprietate asupra titlurilor ce fac obiectul ofertei, la prețul anunțat în prospect.

În cazul **ofertei publice de cumpărare**, situația este vădit mai complexă, întrucât ofertantul se poate afla în situația ca, ulterior publicării anunțului de ofertă, să nu mai dispună de fondurile necesare achiziționării titlurilor la care s-a obligat prin documentul de ofertă publică de cumpărare. În art. 56 alin. (1) lit. d) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006 se prevede o măsură de protecție pentru asemenea situații, respectiv obligația ofertantului de a transmite C.N.V.M. odată cu documentația de ofertă o dovadă de depunere a unei garanții reprezentând cel puțin 30% din valoarea totală a ofertei, într-un cont bancar al intermediarului, sumă ce va fi blocată pe toată perioada ofertei, sau scrisoare de garanție bancară ce acoperă întreaga valoare a ofertei, emisă în favoarea intermediarului.

Răspunderea pentru revocarea ofertei după publicarea anunțului de ofertă va fi **delictuală**[2]. O răspundere contractuală va putea fi invocată în cazul revocării ofertei

---

[1] *C. Stătescu, C. Bîrsan*, op. cit., 2002, p. 216.

[2] Ibidem, p. 50.

B.C.U. „M. EMINESCU" IAȘI

după momentul realizării subscrierilor, întrucât prin subscriere investitorul acceptă oferta publică, iar contractul de vânzare-cumpărare trebuie considerat ca perfectat, indiferent de faptul că tranzacţia propriu-zisă se realizează pe piaţa reglementată sau în sistemul alternativ de tranzacţionare ulterior închiderii perioadei de derulare a ofertei.

6.2. Perioada de derulare a ofertei publice

Potrivit art. 7 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, perioada de derulare a unei **oferte publice de vânzare** nu este mai mică de cinci zile lucrătoare şi nu depăşeşte 12 luni calendaristice.

Durata **ofertei publice de cumpărare** nu este mai mică de 15 zile lucrătoare şi nu depăşeşte 50 de zile lucrătoare, conform art. 7 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006.

Durata **ofertei publice de preluare** nu este mai mică de 15 zile lucrătoare şi nu depăşeşte 50 zile lucrătoare, potrivit art. 7 alin. (3) din Regulamentul nr. 1/2006.

La expirarea perioadei de derulare, oferta publică devine caducă, conform art. 177 din Legea nr. 297/2004. **Caducitatea** ofertei publice intervine ca sancţiune de drept civil asupra unui act juridic civil datorită intervenirii unor cauze ulterioare încheierii actului şi independente de voinţa autorului său, iar neacceptarea unei oferte în termenul de valabilitate se înscrie în sfera de acţiune a acestei instituţii juridice[1]. Din acest considerent, realizarea unei subscrieri a prospectului de ofertă după expirarea termenului de derulare a ofertei este ineficace din punct de vedere juridic, neproducând niciun fel de efecte juridice.

În stabilirea duratei ofertei publice este necesar a se concilia de către ofertant interesul de a dobândi într-o perioadă cât mai scurtă instrumentele financiare sau sumele de bani vizate şi deziderатul de a avea cât mai mulţi subscriitori în cadrul ofertei publice. Din această perspectivă, o **analiză a condiţiilor şi circumstanţelor care influenţează piaţa pe care se desfăşoară oferta publică** este necesară.

Într-un proiect de modificare a Regulamentului nr. 1/2006 al C.N.V.M., neintrat în vigoare până în momentul de faţă, se propunea o precizare *in terminis* a **momentului de început şi de sfârşit a ofertei publice**, oarecum superfluă. Astfel, se arăta că momentul de început este reprezentat de data începerii perioadei de derulare a ofertei prevăzute în anunţul şi prospectul/documentul de ofertă, iar cel de sfârşit este data expirării perioadei de derulare prevăzută în anunţul şi prospectul de ofertă, sau la data închiderii anticipate conform prevederilor din prospect.

6.3. Derularea ofertelor publice prin intermediul sistemului de tranzacţionare al unui operator de piaţă/de sistem conform Instrucţiunii C.N.V.M. nr. 3/2007[2]

Potrivit art. 3 din Instrucţiunea C.N.V.M. nr. 3/2007, este subliniat **caracterul imperativ** al normelor din cadrul legislaţiei primare şi secundare a pieţei de capital din România cu privire la ofertele publice. Astfel, **contractele** referitoare la derularea unei oferte publice de vânzare/de cumpărare şi la operaţiunile realizate ulterior închiderii acesteia în vederea realizării alocării, a tranzacţiilor şi a decontării sumelor aferente subscrierilor realizate în cadrul ofertei, încheiate între operatorul de piaţă/de sistem, ofertant, intermediarul ofertei, S.C. Depozitarul Central S.A. şi/sau orice altă parte implicată în ofertă, **nu pot conţine prevederi contrare sau care să facă inaplicabile prevederile Legii nr. 297/2004**, ale reglementărilor C.N.V.M. şi ale operatorului de piaţă/de sistem.

---

[1] *Gh. Beleiu*, op. cit., p. 195.

[2] M.Of. nr. 363 din 28 mai 2007.

Subscrierile în cadrul unei oferte publice de vânzare/cumpărare vor fi efectuate numai **sub condiţia respectării prevederilor înscrise în prospectul/documentul de ofertă aprobat de C.N.V.M.**

Intermediarii au obligaţia informării clienţilor cu privire la condiţiile de derulare a ofertei şi poartă răspunderea cu privire la respectarea prevederilor prospectului/documentului de ofertă.

Intermediarii sunt ţinuţi **să verifice**, la momentul completării formularelor de subscriere, **cerinţele de validitate** prevăzute în prospectul/documentul de ofertă şi **certifică** respectarea acestora prin introducerea ordinelor aferente formularelor de subscriere în sistemul de tranzacţionare aferent ofertelor publice.

În vederea aprobării de către C.N.V.M. a prospectului/documentului de ofertă, la cererea depusă de ofertant se anexează modelul de angajament privind respectarea de către intermediari, prin care se subscrie în cadrul ofertei, a condiţiilor de derulare a ofertei, precum şi a prevederilor înscrise în prospectul/documentul de ofertă aprobat de C.N.V.M. Intermediarii (care participă la ofertă, dar nu au calitatea de intermediar al ofertei) pot accepta subscrieri şi pot introduce ordine aferente respectivelor formulare de subscriere numai ulterior transmiterii către intermediarul ofertei a angajamentului

Alocarea aferentă ofertei publice se realizează **ulterior datei de închidere a ofertei**, cu respectarea prevederilor precizate în cadrul prospectului/documentului de ofertă.

Tranzacţiile aferente ofertei se realizează ulterior determinării indicelui de alocare şi realizării alocării, precum şi după scurgerea unei perioade de minimum 24 de ore de la transmiterea de către operatorul de piaţă/de sistem a unui anunţ cu privire la rezultatele alocării, către participanţii la piaţă, pe cale electronică, prin sistemele de comunicare ale acestuia, precum şi către C.N.V.M. Decontarea se va realiza conform regulii comune de T+3, unde T este data realizării tranzacţiilor aferente ofertei.

În cazul în care, anterior realizării alocării, intermediarul ofertei sau operatorul de piaţă/de sistem constată că în sistemul de tranzacţionare aferent ofertelor publice, au fost introduse ordine aferente formularelor de subscriere, cu nerespectarea prevederilor prospectului/documentului de ofertă, intermediarii care au validat şi introdus respectivele ordine au obligaţia de a le retrage astfel încât acestea să nu fie luate în calcul la alocare. Intermediarii au obligaţia de a informa, în scris, cu privire la retragerea ordinului, operatorul de piaţă/de sistem, intermediarul ofertei, precum şi investitorul al cărui formular de subscriere nu respectă prevederile prospectului/documentului de ofertă şi pentru care se retrage ordinul. Operatorul de piaţă/de sistem este ţinut să comunice C.N.V.M. denumirea intermediarilor şi numele agenţilor pentru

B.C.U. „M. EMINESCU" IAŞI

servicii de investiții financiare care au introdus în sistemul de tranzacționare ordine aferente formularelor de subscriere cu nerespectarea prevederilor prospectului/documentului de ofertă, precum și sancțiunile dispuse.

În cazul în care intermediarii care au introdus ordine aferente formularelor de subscriere cu nerespectarea prevederilor prospectului/documentului de ofertă, nu retrag respectivele ordine, ulterior notificării C.N.V.M. cu privire la neîndeplinirea de către respectivii intermediari a obligațiilor legale, operatorul de piață/de sistem are dreptul să dispună măsurile necesare, astfel încât la alocare să fie luate în calcul doar ordinele aferente formularelor de subscriere realizate cu respectarea prevederilor prospectului/documentului de ofertă. Operatorul respectiv va comunica ofertantului, intermediarului ofertei și celorlalți intermediari care au introdus ordine aferente formularelor de subscriere în sistemul de tranzacționare aferent pieței ofertelor publice, măsurile luate. De asemenea operatorul de piață/sistem va interzice intermediarului participarea pe o perioadă de 12 luni la ofertele publice derulate prin sistemul său de tranzacționare, prin introducerea în sistem de ordine aferente formularelor de subscriere, dacă va comite trei abateri de la obligativitatea retragerii ordinelor.

Responsabilitatea privind finalizarea operațiunilor aferente ofertei publice, în conformitate cu prevederile prospectului de ofertă, ale prezentei instrucțiuni, precum și a celorlalte prevederi legale incidente, **revine intermediarilor implicați în derularea ofertei**, intermediarului ofertei, ofertantului și operatorului de piață/de sistem, cu luarea în considerare a atribuțiilor fiecăruia.

Intermediarii care au introdus în sistemul de tranzacționare al unui operator de piață/de sistem aferent ofertelor publice, ordine aferente unor formulare de subscriere cu nerespectarea prevederilor prospectului/documentului de ofertă, **sunt direct și integral răspunzători față de respectivii clienți ale căror ordine nu sunt luate în calcul la realizarea alocării** conform prevederilor prospectului/documentului de ofertă, precum și de eventualele prejudicii cauzate de eventualele consecințe sau daune care ar putea apărea ca urmare a corecției intervenite.

Conform art. 10 alin. (1) din Instrucțiunea C.N.V.M. nr. 3/2007, introducerea de către intermediari în sistemul de tranzacționare al unui operator de piață/de sistem alternativ de tranzacționare, de ordine aferente formularelor de subscriere de acțiuni, cu nerespectarea prevederilor prospectului/documentului de ofertă, poate fi **sancționată de către C.N.V.M.** cu:

a) avertisment;

b) amendă și/sau

c) suspendarea autorizației agentului pentru servicii de investiții financiare, pe o perioadă cuprinsă între 30 și 90 de zile;

d) retragerea autorizației agentului pentru servicii de investiții financiare;

e) interzicerea temporară a desfășurării unor activități și servicii ce cad sub incidența Legii nr. 297/2004.

Aplicarea de sancțiuni de către C.N.V.M. atrage anularea sancțiunilor dispuse de operatorul de piață/de sistem pentru aceeași faptă.

6.4. Reguli speciale privind derularea ofertelor publice pe piața reglementată la vedere din România

Norme privind derularea ofertelor publice sunt cuprinse în regulamentele bursiere ale fiecărei piețe de capital în parte. În Codul Bursei de Valori București-operator de piață operațiunile ce se încheie în cadrul ofertelor publice sunt reglementate în Titlul III Capitolul XIII „Derularea ofertelor publice și a altor operațiuni".

Principalele reguli cuprinse în Codul B.V.B. - operator de piață referitoare la derularea ofertelor publice sunt:

- prețurile tranzacțiilor efectuate în piața de oferte nu participă la stabilirea prețului de referință al unui instrument financiar;
- piețele de oferte sunt definite în sistemul Bursei de Valori București corespunzător fiecărui tip de ofertă, respectiv: oferte publice de vânzare primare; oferte publice de vânzare secundare; oferte publice de cumpărare secundare;
- în cadrul fiecăreia dintre piețele de oferte, operațiunile se desfășoară conform regulilor aplicabile tipului de instrument financiar, prevederilor prospectului de ofertă/documentului de ofertă, tipului de ofertă;
- tipurile de alocări permise în piețele de oferte și operațiuni speciale sunt FIFO („*first in first out*" - respectiv alocările se realizează în funcție de momentul subscrierii, primii subscriitori beneficiind de alocare integrală până la epuizarea valorilor mobiliare obiect al ofertei) PRO-RATA (proporțional cu subscrierile efectuate, această metodă este utilizată, ca și FIFO, în cazul suprasubscrierii unei oferte publice) sau particulare, conform prospectului ofertei publice.

Potrivit dispozițiilor art. 11 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, **tranzacția aferentă ofertei publice** se realizează ulterior închiderii perioadei de derulare și după încheierea ședinței de tranzacționare, într-o secțiune distinctă a pieței reglementate/sistemului alternativ de tranzacționare pe care se derulează oferta, în conformitate cu regulile de funcționare ale pieței reglementate respectiv ale sistemului alternativ de tranzacționare, aprobate de C.N.V.M.

În urma finalizării unei oferte publice se încheie un **singur contract de vânzare-cumpărare de acțiuni**, cu o multitudine de părți, persoane ce au subscris în cadrul ofertei, ce au poziția juridică a vânzătorului, respectiv a cumpărătorului, după cum oferta publică este de vânzare sau de cumpărare.

6.5. Modificarea prospectului/documentului de ofertă

Conform art. 179 alin. (1) din Legea nr. 297/2004, apariția oricărui nou eveniment sau modificarea informațiilor inițiale prezentate în cadrul prospectului sau a documentului de ofertă, de natură a afecta decizia investițională, pe parcursul derulării ofertei, trebuie să facă obiectul unui amendament. Amendamentul trebuie aprobat de către C.N.V.M. în maximum 7 zile lucrătoare și va fi adus la cunoștința publicului printr-un anunț.

Dispozițiile art. 179 reprezintă transpunerea în legislația română a textului normativ al art. 16 din Directiva prospectului. Din interpretarea normei europene rezultă următoarele condiții ce trebuie îndeplinite pentru a deveni incidentă obligația modificării prospectului:

- **cauza** ce atrage modificarea trebuie să constea în „orice **fapt nou semnificativ** sau orice eroare sau inexactitate substanţială privind informaţiile cuprinse în prospect";

- „faptul nou semnificativ" trebuie să fie de natură **să influenţeze evaluarea valorilor mobiliare**;

- faptul nou semnificativ trebuie **să survină sau se constată între aprobarea prospectului şi închiderea definitivă a ofertei publice** sau, după caz, **începerea tranzacţionării pe o piaţă reglementată.**

Dintre **factorii care pot fi consideraţi a reprezenta o cauză de modificare** a prospectului/documentului de ofertă, relevanţă deosebită prezintă: modificarea capitalului social, o modificare a actelor constitutive care influenţează termenii ofertei; aprobarea unor situaţii financiare noi de către Adunarea Generală a Acţionarilor, întemeiate pe date neinserate în prospect; o variaţie semnificativă a indicatorilor economici (spre exemplu, o variaţie cu peste 25%, conform parag. 9 al „Considerentelor Regulamentului nr. 809/2004), încheierea unui contract cu impact asupra poziţiei economice a emitentului etc.

Teza obligativităţii modificării prospectului/documentului de ofertă în situaţia apariţiei unui fapt nou este afirmată în parag. 34 al „Considerentelor" Directivei 2003/71/CE, subliniindu-se că orice element nou care poate avea influenţă asupra evaluării investiţiilor şi care survine între publicarea prospectului şi închiderea ofertei sau deschiderea tranzacţiei pe o piaţă reglementată ar trebui corect evaluat de către investitori şi necesită, prin urmare, aprobarea şi difuzarea unui supliment la prospect.

Ofertantul are **dreptul să modifice** ulterior termenii prospectului/documentului de ofertă, cu respectarea următoarelor condiţii:

a) obţinerea aprobării C.N.V.M. de modificare a prospectului/documentului de ofertă;

b) modificarea termenilor ofertei să nu conducă la condiţii mai puţin avantajoase pentru cei cărora le este adresată;

c) modificarea să facă obiectul unui anunţ care să fie adus la cunoştinţa investitorilor în aceleaşi condiţii ca şi prospectul/documentul de ofertă.

Orice **cerere de modificare** a prospectului/documentului de ofertă aprobat este necesar a fi depusă la C.N.V.M. cu cel puţin şapte zile lucrătoare înainte de închiderea ofertei. În cazul aprobării amendamentelor referitoare la preţ sau la alte elemente ale prospectului/documentului de ofertă, cu excepţia termenului de închidere a ofertei, C.N.V.M. este în drept să prelungească perioada de derulare a ofertei, astfel încât să existe cel puţin cinci zile lucrătoare de la publicarea amendamentului până la închiderea ofertei.

Stabilirea unui termen limită până la care pot fi aduse modificări prospectului original are drept obiectiv **garantarea respectării dreptului la informare** al investitorilor, prin prezentarea acestora a unor informaţii complete, actuale, precise şi neechivoce. Acelaşi deziderat este urmărit şi prin acordarea posibilităţii prelungirii ofertei publice, astfel încât investitorii să aibă la dispoziţie un termen minim în interiorul căruia să analizeze oportunitatea deciziei de a investi sau, dimpotrivă, de a renunţa la investiţia efectuată în titlurile ce fac obiectul ofertei publice.

Potrivit art. 26 alin. (7) din Regulamentul C.E. nr. 809/2004, în cazul în care este necesară o completare a rezumatului unui prospect de bază, emitentul, ofertantul sau persoana care solicită admiterea la tranzacționare pe o piață reglementată decide, de la caz la caz, fie să **includă noile informații în rezumatul original**, elaborând un nou rezumat, fie să elaboreze un **supliment la rezumat**. În cazul în care noile informații sunt emitentul, ofertantul sau persoana care solicită admiterea la tranzacționare pe o piață reglementată trebuie să se asigure că investitorii pot identifica ușor modificările, în special prin note de subsol.

Secțiunea a 7-a. Incidente care afectează derularea ofertei publice

Revocarea deciziei de aprobare a ofertei publice reprezintă un act administrativ individual, adoptat de asemenea sub forma unei decizii, ce survine în trei situații limitativ prevăzute de normele juridice:

- derularea ofertei publice se face cu încălcarea prevederilor legale în vigoare;
- dacă apreciază că circumstanțe ulterioare deciziei de aprobare determină modificări fundamentale ale elementelor și datelor care au motivat-o;
- ofertantul informează C.N.V.M. că retractează oferta, înainte de lansarea anunțului de ofertă.

Instituția juridică a revocării va opera numai în cazul apariției unor **evenimente ulterioare** deciziei de aprobare a ofertei publice.

În ipoteza existenței unor anumite fapte anterioare deciziei de aprobare a ofertei publice, care afectează validitatea acesteia, autoritatea administrativă deține prerogativa **anulării** acesteia.

Anularea deciziei de aprobare a ofertei publice nu se va putea dispune decât în acele situații în care acest act administrativ a fost emis „pe baza unor **informații false, ori care au indus în eroare**". Noțiunea de „informații" trebuie privită *lato sensu*, aceasta cuprinzând orice date care au servit la formarea voinței juridice a autorității administrative de a aproba prospectul/documentul de ofertă, indiferent de modalitatea în care au fost transmise și indiferent de persoana implicată în derularea ofertei care le-a furnizat.

7.1. Suspendarea ofertei publice și suspendarea publicității ofertei publice

Autoritatea administrativă deține prerogativa impunerii unor **măsuri cu caracter asigurator**, în speță **suspendarea ofertei publice** sau suspendarea publicității ofertei publice, conform art. 17 din Statutul C.N.V.M.

La nivelul legislației comunitare, dispozițiile art. 25 din Directiva 2003/71/CE și cele ale art. 17 din Directiva 2004/25/CE conferă **legiuitorului național** dreptul stabilirii de sancțiuni și măsuri cu caracter administrativ pentru încălcarea dispozițiilor legale privind ofertele publice. Aceste măsuri trebuie să fie efective, proporționate și cu efect de descurajare.

Interzicerea sau **suspendarea efectuării publicității** aferente unei oferte publice reprezintă o **sancțiune cu caracter administrativ** dispusă de autoritatea pieței de capital împotriva ofertantului în ipoteza în care există riscul încălcării prevederilor legale și a afectării principiului protecției investitorilor. Din punct de vedere al efectelor cele două măsuri sunt echivalente, întrucât odată luată măsura pe durata sa de valabilitate, realizarea oricărei publicități aferente ofertei publice este **prohibită**.

Suspendarea activităților de publicitate aferente ofertei publice **nu echivalează cu suspendarea ofertei publice** însăşi, astfel încât aceasta va deveni caducă la expirarea termenului pentru care a fost autorizată, indiferent de faptul că pe parcursul derulării ofertei au fost sau nu interzise într-o anumită perioadă acțiunile cu caracter publicitar.

Într-o asemenea situație, nerespectarea prevederilor legale de către ofertant sau celelalte persoane implicate în derularea ofertei este sancționată cu interdicția promovării ofertei prin materiale publicitare, măsură ce poate avea drept consecință **eşecul ofertei publice**, neatingerea obiectivelor vizate de către ofertant, datorită faptului că informațiile privind existența şi elementele ofertei nu ajung la cunoştința investitorilor sau ai deținătorilor valorilor mobiliare ce fac obiectul ofertei.

Suspendarea ofertei publice opreşte curgerea perioadei de derulare a acesteia. La ridicarea sau la încetarea suspendării, derularea ofertei publice va fi reluată.

C.N.V.M. poate dispune **suspendarea** ofertei publice în situația în care constată existența unor **indicii temeinice** privind încălcarea prevederilor prezentei legi şi a reglementărilor din cadrul legislației secundare.

Măsura suspendării ofertei publice este întemeiată în practică pe prevederile art. 17 din Statutul C.N.V.M., cu toate că o astfel de soluție nu este precizată *in terminis* printre actele administrative cu caracter asigurător ce pot fi dispuse de către autoritatea pieței de capital.

În practică, C.N.V.M. dispune suspendarea ofertei publice prin intermediul actului administrativ individual denumit **„decizie"**, deşi în sfera de acțiune a acestuia nu intră, potrivit dispozițiilor art. 9 alin. (1) din Statutul C.N.V.M., o astfel de măsură.

În cazul acțiunilor şi certificatelor de acțiuni, **momentul şi condițiile** în care oferta publică poate fi revocată sau suspendată trebuie **precizate în prospectul de ofertă**, potrivit dispozițiilor art. 5.1.4 din Anexa III a Regulamentului C.E. nr. 809/2004 şi ale art. 29.1.3. al Anexei X al aceluiaşi act normativ.

Suspendarea ofertei publice poate fi dispusă de un număr nelimitat de ori, însă cu respectarea condiției ca fiecare suspendare **să nu depăşească 10 zile lucrătoare**.

Suspendarea opreşte curgerea perioadei de derulare a ofertei, aceasta fiind reluată în momentul ridicării suspendării. După fiecare suspendare, perioada de valabilitate a ofertei se va **prelungi** corespunzător, cu numărul de zile pentru care a fost dispusă suspendarea, asemănător regulilor aplicabile curgerii termenului de prescripție extinctivă.

Cu toate acestea, apreciem că durata ofertei publice de vânzare, având în vedere formularea textului legal incident, **nu va putea depăşi maximul legal** stipulat în cadrul art. 7 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, respectiv 12 luni calendaristice din momentul începerii perioadei de derulare a ofertei. Măsura suspendării se dispune în cazul existenței unor indicii privind încălcarea dispozițiilor legale. Ar fi excesiv ca o ofertă publică de vânzare, a cărei derulare a fost suspendată de nenumărate ori, să poată să producă efecte juridice şi după împlinirea unui termen de 12 luni calendaristice de la data inițierii sale. În primul rând, condițiile economice ale emitentului se modifică de regulă în interval de un an, astfel încât elementele ofertei, în special prețul, este posibil să nu mai corespundă datelor economice avute în vedere la momentul inițial. Apoi, ar fi incorectă subzistența unei oferte publice în situația în care preţul de piaţă ar deveni considerabil diferit faţă de preţul de ofertă. Desigur, este vorba de consideraţii cu încărcătură preeminent teoretică, întrucât în practică nu au existat în România situaţii în care o ofertă publică de vânzare să fie aprobată pentru o perioadă de 12 luni calendaristice.

Este de menţionat că în cazul **ofertelor publice de cumpărare/preluare**, norma juridică face vorbire de o durată maximă de 50 de zile lucrătoare. În cazul acestor categorii de oferte, dacă s-ar lua în mod repetat măsura suspendării s-ar ajunge la o reducere excesivă a perioadei de derulare efectivă a ofertei, fiind evident că nu ar mai putea fi atinse obiectivele vizate de ofertant. Pe de altă parte, textul legal nu se raportează la momentul începerii ofertei ca în situaţia ofertei publice de vânzare, ci menţionează doar o durată maximă de 50 de zile lucrătoare, indiferent de momentul de început şi de sfârşit al ofertei publice. Ca atare, în cazul ofertelor publice de cumpărare/preluare este necesar ca acestea **să se desfăşoare pe parcursul numărului de zile lucrătoare pentru care au fost autorizate**, chiar dacă, din punct de vedere calendaristic se depăşeşte o anumită limită în timp, teoretic putând excede şi intervalului de 12 luni calendaristice, stabilit pentru ofertele de vânzare. Din punct de vedere practic, prelungirea excesivă a unei oferte de cumpărare, datorată unor suspendări succesive, afectează exclusiv iniţiatorul ofertei, principala persoană lezată de măsura administrativă a suspendării. În cazul deprecierii cursului instrumentelor financiare, pe piaţa pe care se tranzacţionează, ofertantul va fi nevoit să cumpere de la subscriitori la preţul ofertei, superior celui de piaţă. În cazul aprecierii cursului pe piaţă faţă de preţul de ofertă, desigur că deţinătorii titlurilor vizate de oferta publică vor încerca înstrăinarea acestora pe piaţă şi nu în cadrul ofertei publice.

Măsura administrativă a suspendării ofertei publice nu trebuie confundată cu **suspendarea pe cale judecătorească** a deciziei administrative de aprobare a prospectului/documentului de ofertă publică, pronunţată în temeiul art. 14 din Legea nr. 554/2004 privind contenciosul administrativ. Potrivit art. 14 alin. (4) din Legea nr. 554/2004, hotărârea prin care se pronunţă suspendarea este executorie de drept.

În cazul suspendării deciziei de aprobare a prospectului/documentului de ofertă prin hotărârea instanţei de contencios administrativ, **măsura va dura până la soluţionarea acţiunii în anulare în fond**, nefiind incident termenul de 10 zile prevăzut de art. 180 lit. d). În practică, instanţele judecătoreşti au dispus suspendarea deciziei de autorizare a unei oferte publice de preluare, într-o situaţie în care nu era clarificat din punct de vedere juridic procentul deţinut de ofertant, datorită anulării unor subscrieri ale acestuia, efectuate în cadrul unei operaţiuni de majorare a capitalului social[1].

C.N.V.M. a dispus măsura suspendării ofertelor publice de-a lungul timpului pentru o serie de **motive** considerate a fi suficient de justificate pentru a constitui „indicii temeinice privind încălcarea prevederilor prezentei legi şi a reglementărilor emise de C.N.V.M." Printre acestea s-au regăsit:

- în cazul unei oferte iniţiale de vânzare **refuzul auditorului** financiar al emitentului de a-şi asuma răspunderea pentru includerea în prospectul de ofertă a anumitor rapoarte de audit, situaţie ce a generat necesitatea întocmirii unui amendament la prospect, oferta publică fiind suspendată pentru ca **investitorii să ia cunoştinţă de conţinutul amendamentului**[1];

---

[1] C.A. Bucureşti, secţ. cont. adm., sent. civ. nr. 3036/2008, nepublicată.

- în situaţia unei oferte publice iniţiale de vânzare (C.N.V.M. a decis suspendarea numai a decontărilor, într-un moment ulterior închiderii ofertei, datorită unor nereguli înregistrate în procesul de subscriere a acţiunilor ce făceau obiectul ofertei, respectiv a realizării unor subscrieri „cu **nerespectarea prevederilor prospectului de ofertă**, în ceea ce priveşte **plata integrală la momentul subscrierii** a contravalorii acţiunilor subscrise"[2].

O decizie de suspendare a unei oferte publice obligatorii de preluare[3] a fost motivată de existenţa unui litigiu cu privire la o majorare de capital social a emitentului derulată după ce a devenit scadentă obligaţia acţionarului care a depăşit pragul legal care generează obligaţia de efectuare a ofertei publice de preluare. Acţionarul care a atins pragul de 33% vizat de art. 203 din lege a iniţiat oferta publică de preluare după aprobarea unei majorări de capital social, cu toate că scadenţa acestei obligaţii expirase. În aceste condiţii, nu a mai putut participa la majorarea de capital social, datorită interdicţiei de a mai achiziţiona alte acţiuni ale emitentului până la derularea ofertei publice de preluare, instituite de art. 203 alin. (2). Acţionarul în discuţie a iniţiat apoi oferta publică, încercând să fixeze drept obiect al acesteia acţiunile deţinute de ceilalţi acţionari înainte de efectuarea majorării de capital social, deoarece altfel valoarea ofertei ar fi crescut considerabil. C.N.V.M. a dispus suspendarea ofertei publice de preluare ca urmare a solicitării emitentului şi a altor acţionari, beneficiari ai dreptului de a subscrie în cadrul acestei operaţiuni de piaţă.

7.2. Revocarea deciziei de aprobare

Potrivit art. 181 alin. (2) din Legea nr. 297/2004, revocarea deciziei de aprobare a documentului/prospectului, pe timpul derulării ofertei publice, lipseşte de efecte subscrierile efectuate până la momentul revocării. Măsura revocării deciziei administrative de autorizare a prospectului/documentului de ofertă publică are drept primă consecinţă juridică lipsirea de validitate a actului juridic al ofertei publice, datorită încetării îndeplinirii unei condiţii prealabile obligatorii.

Prin efectele actului administrativ de revocare, subscriitori-acceptanţi ai ofertei sunt îndreptăţiţi la **restituirea plăţilor** efectuate ca urmare a acceptării ofertei, fiind totodată îndrituiţi la primirea de daune-interese, întrucât revocarea intervine ca urmare a încălcării de către ofertant sau a persoanelor implicate în derularea ofertei a normelor legale, ori a elementelor şi datelor care au motivat decizia de aprobare.

Efectele directe ale măsurii de revocare a deciziei de aprobare a ofertei publice asupra subscrierilor efectuate sunt **limitate în timp**. Revocarea deciziei de aprobare ce intervine până în momentul închiderii ofertei publice şi a executării tranzacţiei unice între ofertant şi subscriitori împiedică încheierea contractului de vânzare-cumpărare dintre ofertant şi acceptanţii-subscriitori.

---

[1] Decizia C.N.V.M. nr. 498/2008, http://www.cnvmr.ro/pdf/buletinI/Buletin-10-2008.pdf.

[2] Ordonanţa C.N.V.M. nr. 35/2007, http://www.cnvmr.ro/pdf/buletinI/Buletin-03-2007.pdf.

[3] Decizia nr. 2141/2008, http://www.bvb.ro/info/Raportari/CMVX/CMVX-Decizie%20CNVM%20nr%202141%20din%2007.11.2008%20ref%20suspendare%20perioada%20de%20derulare%20a%20OPP%20obligatorie.pdf.

În cazul în care revocarea deciziei de aprobare a ofertei publice intervine după momentul realizării tranzacţiei care conduce la transferul dreptului de proprietate asupra instrumentelor financiare care au făcut obiectul ofertei publice, aceasta poate constitui o **cauză de nulitate absolută** a contractului de vânzare-cumpărare încheiat între ofertant şi subscriitori, însă este necesară intervenţia instanţei pentru declararea nulităţii tranzacţiei şi repunerea părţilor în situaţia anterioară (*restitutio in integrum*).

7.3. Anularea deciziei de aprobare

Conform art. 181 alin. (3) din Legea nr. 297/2004, anularea deciziei de aprobare a documentului/prospectului lipseşte de efecte tranzacţiile încheiate până la data anulării, dând loc la restituirea titlurilor, respectiv a fondurilor primite de ofertanţi, voluntar sau în baza unei hotărâri judecătoreşti.

Anularea deciziei de aprobare a ofertei publice este întemeiată întotdeauna, după cum am văzut pe **cauze anterioare** emiterii acestui act administrativ. Măsura anulării se va dispune tot printr-o **decizie** de către C.N.V.M., în baza principiului simetriei actelor juridice care duc la crearea şi la desfiinţarea unui raport juridic.

În urma emiterii deciziei de anulare a actului administrativ de aprobare a ofertei publice, acesta din urmă va fi considerat ca **inexistent**, toate actele juridice subsecvente fiind lipsite de efecte juridice.

Decizia de anulare prezintă interes deosebit în cazul în care intervine după realizarea tranzacţiei unice care consfinţeşte transferul dreptului de proprietate asupra valorilor mobiliare ce fac obiectul ofertei, întrucât, dacă este emisă anterior acestui moment, această tranzacţie nu se va mai efectua, iar subscriitorii vor fi îndreptăţiţi la restituirea sumelor vărsate, în mod asemănător cu situaţia revocării deciziei de aprobare anterior executării tranzacţiei respective.

Condiţiile şi termenele de rambursare a fondurilor plătite de subscriitori în cazul unei oferte publice de vânzare a cărei decizie de autorizare a fost anulată trebuie menţionate în prospectul de emisiune.

În ipoteza în care decizia de anulare a deciziei de autorizare a ofertei publice intervine după realizarea tranzacţiei unice care are drept efect transferul dreptului de proprietate asupra titlurilor subscrise în cadrul ofertei, se ridică problema declarării nulităţii absolute a acestei tranzacţii.

În opinia noastră, nulitatea contractului de vânzare-cumpărare nu va putea fi declarată decât de instanţa de judecată, C.N.V.M. neputând dispune anularea, pe cale administrativă, a unui act juridic civil. Problema practică va fi, astfel cum am arătat mai sus, cea a timbrajului, întrucât taxa de timbru va trebui achitată la valoarea tranzacţiei unice a cărei nulitate se solicită.

Restituirea titlurilor, respectiv a fondurilor primite de ofertanţi, dacă nu se va realiza în mod voluntar, va trebui pronunţată de către tribunalul competent, fie în acelaşi litigiu care are drept finalitate declararea nulităţii tranzacţiei unice, fie într-o serie de litigii ulterioare, promovate de fiecare subscriitor în parte.

Secţiunea a 8-a. Răspunderea pentru nerespectarea dispoziţiilor legale referitoare la oferta publică

8.1. Cauzele antrenării răspunderii

Potrivit art. 10 alin.(1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, emitentul, ofertantul (în cazul în care acesta este diferit de emitent), intermediarul, auditorul financiar sau orice altă persoană care a contribuit la realizarea prospectului/documentului de ofertă (inclusiv persoana care garantează îndeplinirea obligaţiilor asumate de emitent) sunt, după caz, **responsabili** de realitatea, exactitatea, acurateţea şi caracterul complet al informaţiilor prezentate de către aceştia în prospect/documentul de ofertă şi/sau în anunţul de ofertă.

„Realitatea" informaţiilor se referă la veridicitatea informaţiilor, la conformitatea cu ceea ce există, ca stare de fapt. Opusul „realităţii informaţiilor" îl reprezintă caracterul fals, neadevărat al acestora.

„Exactitatea" informaţiilor se referă la precizia datelor şi a informaţiilor prezentate. Imprecizia informaţiilor, caracterul vag al acestora, alterează posibilitatea investitorilor de a lua o decizie investiţională raţională, bazată pe cunoaşterea elementelor esenţiale ale ofertei publice.

„Acurateţea" informaţiilor se referă la claritatea prezentării acestor informaţii. Informaţiile echivoce, cu caracter ambiguu pot fi de natură a induce în eroare investitorii, care ar putea ajunge în situaţia de a subscrie sau, dimpotrivă de a evita subscrierea, datorită unei interpretări eronate a datelor prezentate, cauzate de caracterul echivoc al acestora.

„Caracterul complet" al informaţiilor vizează furnizarea către public a unor informaţii întregi, netrunchiate. Orice omisiune a unor date relevante poate altera decizia potenţialilor investitori de a subscrie sau de a refuza subscrierea în cadrul unei oferte publice.

8.2. Persoanele responsabile de încălcarea dispoziţiilor legale referitoare la prospectul/documentul de ofertă publică

Prevederile art. 182 alin. (1) din Legea nr. 297/2004 enumeră toate **categoriile de persoane** care pot răspunde, în anumite condiţii, pentru nerespectarea dispoziţiilor legale privind conţinutul prospectului/documentului de ofertă:

a) ofertantul;

b) membrii consiliului de administraţie al ofertantului sau administratorul unic;

c) emitentul;

d) membrii consiliului de administraţie al emitentului;

e) fondatorii, în caz de subscripţie publică;

f) auditorul financiar care a certificat situaţiile financiare, ale căror informaţii au fost preluate în prospect;

g) intermediarii ofertei;

h) orice altă entitate care a acceptat în prospect răspunderea pentru orice informaţie, studiu sau evaluare inserată sau menţionată.

Dintre acestea, o răspundere extinsă o au ofertantul, emitentul şi managerul sindicatului de intermediere, în ipoteza în care se adoptă această formă de realizare a serviciilor de investiţii financiare aferente ofertei.

În cadrul prospectului/documentului de ofertă este necesar să se menţioneze expres **numele şi funcţia persoanelor** (în cazul persoanelor juridice se va menţiona şi denumirea şi sediul acestora) care au contribuit la realizarea prospectului/documentului de ofertă, precum şi o **declaraţie pe propria răspundere** şi sub semnătură olografă a acestora că, după cunoştinţele lor, informaţiile prezentate sunt în conformitate cu realitatea şi nu a fost făcută nicio omisiune de natură să afecteze semnificativ conţinutul prospectului/documentului de ofertă.

Ofertantul răspunde solidar pentru nerespectarea prevederilor legale referitoare la realitatea, exactitatea şi acurateţea informaţiilor din prospectul/documentul de ofertă şi din anunţ, chiar dacă nu i se poate reţine nicio culpă, cu următoarele persoane:

- membrii consiliului său de administraţie sau administratorul său unic
- intermediarii ofertei;
- orice altă entitate care a acceptat în prospect răspunderea pentru orice informaţie, studiu sau evaluare inserată sau menţionată în prospectul/documentul de ofertă.

În cazul în care una dintre următoarele persoane este responsabilă de nerespectarea prevederilor legale referitoare la realitatea, exactitatea şi acurateţea informaţiilor din prospectul/documentul de ofertă şi din anunţ, **emitentul răspunde în solidar** cu acestea, chiar dacă nu i se poate reţine nicio culpă:

- membrii consiliului de administraţie al emitentului;
- fondatorii, în caz de subscripţie publică;
- auditorul financiar care a certificat situaţiile financiare, ale căror informaţii au fost preluate în prospect.

În situaţia în care prospectul/documentul de ofertă este întocmit numai de ofertant, responsabilitatea privind realitatea, exactitatea, acurateţea şi caracterul complet al informaţiilor prezentate în cadrul acestora îi revine în **exclusivitate**.

Emitentul, ofertantul sau persoana care solicită admiterea la tranzacţionare, în cazul ofertelor publice iniţiale, răspund, în particular, de includerea în documentaţia de înregistrare a tuturor **elementelor de informaţie cerute de autoritatea competentă**.

8.3. Răspunderea pentru informaţiile furnizate în rezumatul prospectului

În ceea ce priveşte informaţiile prezentate în **rezumatul prospectului**, dispoziţiile art. 10 alin. (3) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006 prevăd că nicio persoană nu poate fi făcută responsabilă doar în baza acestor informaţii, în afara cazului în care acesta induce în eroare, este inexact, inconsistent sau în contradicţie cu alte părţi ale prospectului.

Potrivit dispoziţiilor art. 5 alin.(2) lit. d) din Directiva nr. 2003/71/CE, în cadrul prospectului trebuie precizat faptul că se atribuie o **răspundere civilă persoanelor care au prezentat rezumatul**, inclusiv traducerea sa, şi care au cerut notificarea acesteia, dar numai în cazul în care conţinutul rezumatului este înşelător, inexact sau contradictoriu în raport cu alte părţi ale prospectului.

8.4. Felurile răspunderii

Răspunderea pentru încălcarea normelor legale referitoare la prospectul/documentul de ofertă publică poate îmbrăca două forme: **civilă şi administrativă.**

Prevederile art. 6 alin. (2) din Directiva prospectului impun statelor membre ale Uniunii Europene aplicarea normelor legale privind răspunderea civilă şi administrativă faţă de persoanele responsabile de informaţiile furnizate în prospecte.

C.N.V.M. este obligată, în virtutea dispoziţiilor art. 272 lit. a) din Legea pieţei de capital să aplice **sancţiuni cu caracter administrativ** pentru încălcarea prevederilor legale referitoare la prospectul/documentul de ofertă.

Răspunderea civilă a persoanelor culpabile intervine faţă de investitorii prejudiciaţi de încălcarea dispoziţiilor legale referitoare la conţinutul prospectului/documentului de ofertă.

8.5. Acţiunea în justiţie

Persoanele prejudiciate de existenţa unor deficienţe ale prospectului de emisiune se pot adresa instanţei de judecată competentă, respectiv secţiei comerciale a tribunalului, datorită caracterului comercial al tranzacţiilor cu valori mobiliare, cu o **acţiune în daune**, întemeiată pe **răspunderea delictuală specială**, statuată de art. 182 alin. (3) din Legea nr. 297/2004, a persoanelor vinovate.

Dreptul la o cale de atac împotriva deciziilor cu caracter administrativ adoptate pe parcursul derulării unei oferte publice este statuat în cadrul art. 26 din Directiva prospectului.

Calitatea procesuală activă aparţine oricărei persoane care a avut **vocaţia** de a intra în raporturi juridice cu ofertantul ca urmare a iniţierii de către acesta a propunerii de a contracta prin intermediul prospectului/documentului de ofertă publică. Prin încălcarea dreptului la informare al investitorilor, prejudiciul poate fi creat în patrimoniul acestora fie prin efectuarea unei subscrieri în condiţii nefavorabile, fie prin neacceptarea unei oferte şi abţinerea de la subscriere, datorită deficienţelor prospectului/documentului de ofertă, constând, spre exemplu, în neprezentarea unor informaţii esenţiale legate de perspectivele economice favorabile ale emitentului.

Având în vedere că ne aflăm în prezenţa unei răspunderi civile delictuale speciale, reclamantul va fi ţinut să probeze elementele acesteia, respectiv, **existenţa prejudiciului, fapta ilicită, legătura de cauzalitate.** Dovedirea prejudiciului se va realiza numai prin intermediul unei expertize contabile. Fapta ilicită, neconformitatea cu dispoziţiile legale privind conţinutul prospectului/documentului de ofertă va fi constatată de instanţa de judecată în urma analizei textului prospectului/documentului de ofertă. Dovedirea legăturii de cauzalitate între fapta ilicită şi prejudiciu se realizează prin demonstrarea creării unei pagube ca urmare a realizării sau a nerealizării subscrierii în cadrul ofertei publice.

Este de precizat că **vinovăţia** persoanelor responsabile de întocmirea prospectului/documentului de ofertă şi de furnizarea tuturor informaţiilor aferente rezultă din însăşi încălcarea normelor legale referitoare la „realitatea, exactitatea şi acurateţea informaţiilor din prospectul/documentul de ofertă şi din anunţ". Acesta este sensul în care trebuie interpretate dispoziţiile art. 182 alin. (1). Se poate vorbi aşadar de o

prezumţie relativă de culpă pentru toate persoanele indicate de textul legal ca fiind responsabile, care poate fi răsturnată de către cei vizaţi prin dovedirea unei împrejurări exoneratoare, din sfera cazul fortuit sau al forţei majore. Această prezumţie este întemeiată pe faptul că persoanele vizate, enumerate la art. 182 alin. (1), contribuie la realizarea prospectului/documentului de ofertă în calitate de profesionişti ai domeniului pieţei de capital, ei neputând invoca necunoaşterea obligaţiilor legale privind conţinutul informaţional al prospectului/documentului de ofertă. În practică este greu de conceput existenţa unor astfel de cauze exoneratoare de răspundere cu privire la redactarea unui prospect/document de ofertă.

Absenţa oricărei culpe a ofertantului, emitentului sau managerului sindicatului de intermediere nu impietează asupra răspunderii acestora, pe temeiul juridic al **răspunderii pentru fapta altei persoane**, în cazul în care încălcarea prevederilor legale cu privire la conţinutul prospectului/documentului de ofertă este realizată de către persoanele cu care răspund fiecare în solidar, potrivit art. 182 alin. (2).

Prescripţia dreptului la acţiune **începe să curgă** din momentul în care persoana vătămată a cunoscut sau trebuia să ia la cunoştinţă de prejudiciul suferit datorită neregularităţii prospectului/documentului de emisiune, prin aplicarea prin analogie a regulii conţinute de art. 8 din Decretul nr. 167/1958 privind prescripţia extinctivă şi se împlineşte în termen de şase luni. Dreptul la acţiune se va prescrie însă în termen de un an de la data închiderii ofertei publice, indiferent de momentul la care persoana prejudiciată a cunoscut existenţa şi întinderea prejudiciului.

Prescripţia dreptului la acţiune întemeiată pe neregularitatea prospectului/documentului de ofertă publică nu impietează asupra **prerogativei legale a investitorilor vătămaţi de a ataca în justiţie actul juridic al ofertei publice**, dincolo de împlinirea termenului de un an. Este posibil ca prospectul/documentul de ofertă să conţină toate informaţiile minime necesare, acestea fiind prezentate cu acurateţe şi într-o manieră clară. Cu toate acestea, oferta publică, ca act juridic poate să producă prejudicii acceptanţilor sau persoanelor care aveau vocaţia de a accepta respectiva ofertă.

O astfel de ipoteză are semnificaţii practice îndeosebi în cazul ofertelor publice de preluare sau al exercitării dreptului de *„squeeze out”* (de excludere), situaţii în care deţinătorul de valori mobiliare este obligat la încheierea forţată a unui contract translativ de proprietate. Oferirea unui preţ stabilit cu încălcarea normelor imperative ale legii sau fixarea unor condiţii de ofertă potrivnice normelor legale, sunt de natură a declanşa răspunderea ofertantului, pe temeiul **răspunderii civile delictuale**, întrucât este vorba de încălcarea unor dispoziţii normative şi nu a unor clauze contractuale, pentru a putea fi adusă în discuţie răspunderea contractuală. În acelaşi timp, natura răspunderii pentru oferirea în cadrul unei oferte publice de cumpărare a unui preţ determinat cu încălcarea prevederilor legale este delictuală, întrucât faptul juridic al stabilirii condiţiilor de ofertă, printre care şi preţului de ofertă, intervine întotdeauna anterior încheierii contractului de vânzare-cumpărare.

Apreciem că, *de lege lata*, dreptul la acţiunea în declararea **nulităţii absolute** a actului juridic al **ofertei publice**, pentru alte motive decât neregularitatea prospectului de ofertă, este **imprescriptibil**.

Cu toate acestea, **dreptul la acţiunea în răspundere** pentru pagubele suferite prin actul ilicit al ofertei publice, în cazul în care nu se solicită constatarea nulităţii absolute a ofertei publice, se prescrie în termenul general de prescripţie de **trei ani**, aplicabil acţiunilor personale care însoţesc drepturi de creanţă. Termenul începe să curgă, potrivit art. 8 din Decretul nr. 167/1958, de la data la care persoana prejudiciată a cunoscut sau trebuia să cunoască paguba. Persoana răspunzătoare de daunele create va fi ofertantul. În practică, este dificil pentru o persoană să atace întregul act juridic al ofertei publice, întrucât va fi ţinută, potrivit art. 2^1 din Legea nr. 146/1997 să timbreze acţiunea la valoarea întregii oferte.

Dreptul la **acţiunea în anularea** ofertei publice, fundamentată pe cauze privind vicii de consimţământ, lipsa discernământului etc., se prescrie în termen de **trei ani**.

În cazul în care are loc tranzacţia unică între ofertant şi subscriitori, după momentul închiderii ofertei publice, contractul de vânzare-cumpărare de valori mobiliare se consideră perfectat, iar răspunderea părţilor întemeiată pe nerespectarea clauzelor contractului va avea o natură contractuală. Dreptul la acţiunea în pretenţii privind plata preţului, precum şi dreptul la acţiunea în revendicare mobiliară referitoare la transferul dreptului de proprietate asupra valorilor mobiliare subscrise în cadrul ofertei publice **se prescrie** în termen de **trei ani începând cu data la care ar fi trebuit să fie decontată tranzacţia unică**. Având în vedere cadrul legal în care se desfăşoară operaţiunile pe piaţa de capital, existenţa unor norme şi măsuri de siguranţă privind plata preţului, respectiv transmiterea proprietăţii asupra valorilor mobiliare obiect al ofertei, implicarea unei entităţi aparte, depozitarul central, în transmiterea dreptului de proprietate şi plata preţului, riscul nedecontării tranzacţiei unice aferente ofertei este minim.

Capitolul VI. Oferta publică de vânzare

Secţiunea 1. Categoriile ofertei publice de vânzare. Elemente definitorii

1.1. Clasificarea ofertelor publice de vânzare

Ofertele publice de vânzare se divid în două mari categorii, reliefate şi de dispoziţiile art. 12 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006:

a) **oferte publice de vânzare primare**, dacă au ca obiect valori mobiliare propuse de emitent spre a fi subscrise la data emisiunii;

b) **oferte publice de vânzare secundare**, dacă au ca obiect valori mobiliare emise în prealabil şi oferite spre vânzare de către proprietarul acestora.

Diferenţa esenţială dintre cele două tipuri de oferte publice de vânzare constă în aceea că ofertele primare sunt iniţiate întotdeauna pe piaţa primară de capital de către **emitent**, în timp ce ofertele secundare se vor desfăşura pe piaţa secundară, fiind efectuate de către **proprietarul titlurilor**, acţionar, obligatar, deţinător de certificate de acţiuni etc.

La rândul lor, ofertele publice primare se împart în:

- **oferte publice de vânzare iniţiale** (identificate în literatura de specialitate prin acronimul I.P.O. - „*initial public offerings*"), care au drept obiect valori mobiliare care sunt oferite pentru prima oară către public;

- **oferte publice de vânzare primare propriu-zise**, care au drept obiect valori mobiliare propuse de către un emitent care a mai emis anterior valori mobiliare de acelaşi tip admise la tranzacţionare, spre a fi subscrise la data emisiunii.

O **definiţie oficială a ofertei publice iniţiale** este conţinută în art. 2.2 lit. m) din „Ghidul comunitar privind sprijinirea statelor membre în promovarea investiţiilor de capital cu risc în companiile mici şi mijlocii"[1], „oferta publică iniţială înseamnă procesul de lansare a vânzării sau distribuţiei acţiunilor companiei către public pentru prima dată". Oferta publică primară nu presupune aşadar încheierea unui contract de vânzare-cumpărare, ci acceptarea de către investitor a ofertei realizate de către societatea emitentă prin intermediul unei operaţiuni de majorare a capitalului social.

O ofertă publică de vânzare realizată de către un emitent care a mai emis anterior valori mobiliare tranzacţionate pe o piaţă de capital are caracteristicile unei **oferte publice de vânzare primare propriu-zise**, neîndeplinind condiţiile ofertei publice iniţiale. Acest tip de ofertă se realizează, de asemenea, pe piaţa primară, fiind vorba de acţiuni nou emise.

În doctrină[2] s-a propus o clasificare a ofertelor publice de vânzare în „oferte de subscriere" şi „oferte de vânzare", arătându-se că prima categorie „are efectul transferului valorilor mobiliare din proprietatea emitentei în proprietatea altor persoane – subscriitorii – care sunt primii dobânditori", în timp ce cea de-a doua varietate de oferte de vânzare „presupune că valorile mobiliare se transferă din proprietatea subscriitorilor în aceea a următorilor dobânditori şi de la aceştia la următorii proprietari...". Apreciem că este vorba de o eroare. O ofertă publică secundară nu presupune în mod necesar ca iniţiatorul său să fi dobândit dreptul de proprietate asupra valorilor mobiliare respective în urma unei subscrieri în cadrul unei oferte publice iniţiale. Acesta ar putea dobândi titlurile ce fac obiectul ofertei publice secundare prin cumpărare prin intermediul unor tranzacţii realizate pe piaţa reglementată sau sistemul alternativ unde se tranzacţionează respectivele valori mobiliare. Apoi, rezultă în mod evident din normele legale în vigoare că o ofertă publică ce are drept obiect transmiterea din patrimoniul emitentului în cel al acceptanţilor a dreptului de proprietate asupra unor titluri care nu au mai fost tranzacţionate pe piaţa de capital reprezintă tot o varietate de ofertă de vânzare, neputându-i-se atribui o altă natură juridică.

Pe de altă parte, utilizarea noţiunii de „oferte de subscriere" este vădit incorectă şi denotă neînţelegerea sensului termenului de subscriere, care înseamnă în limbajul legislaţiei pieţei de capital „**acceptare**" a unei oferte, respectiv exact manifestarea de voinţă complementară ofertei. Este limpede că o exprimare de genul „ofertă de acceptare" nu poate fi primită, întrucât ne conduce spre zona ilarului.

1.2. Elementele definitorii ale ofertelor publice de vânzare

Orice ofertă publică de vânzare este supusă regimului juridic al pieţei de capital, conform art. 108 din Legea nr. 31/1990.

---

[1] JOCE nr. C 194 din 18.8.2006.

[2] *E. Florescu*, Regimul juridic al titlurilor de credit şi al valorilor mobiliare, Ed. Rosetti, Bucureşti, 2005, p. 287-288.

Orice ofertă publică de vânzare se întemeiază pe un **prospect de ofertă**, care, potrivit art. 183 alin. (1) din Legea nr. 297/2004, trebuie autorizat de către C.N.V.M. și publicat în vederea informării corecte, complete și exacte a publicului cu privire la oferta publică respectivă.

Prospectul de ofertă **nu este obligatoriu** în anumite cazuri enumerate mai jos[1].

Eludarea normelor juridice privind obligativitatea prospectului de emisiune este interzisă. Nu este permisă efectuarea unei oferte publice fără întocmirea și publicarea unui prospect, spre exemplu efectuarea unui plasament de valori mobiliare către un terț care va derula el însuși apoi o operațiune de tipul ofertei publice de vânzare. Orice revânzare ulterioară a valorilor mobiliare, care au făcut anterior obiectul unui tip de ofertă fără publicarea prospectului, va fi considerată o operațiune distinctă, autoritatea administrativă având prerogativa de a aprecia dacă respectiva revânzare întrunește condițiile unei oferte publice.

Ofertele publice de vânzare nu pot fi derulate decât prin mijlocirea unui **intermediar autorizat** să presteze servicii de investiții financiare, conform art. 183 alin. (2) din lege. Conform dispozițiilor art. 13 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, oferta publică de vânzare poate fi realizată prin **unul sau mai mulți intermediari constituiți în cadrul unui sindicat de intermediere** ce are în componență cel puțin o societate de servicii de investiții financiare care este și managerul sindicatului de intermediere. Prin sindicat de intermediere se înțelege asocierea a doi sau mai mulți intermediari în vederea derulării operațiunilor aferente unei oferte publice, ale căror responsabilități sunt expres prevăzute în contractele încheiate între ofertant și managerul sindicatului de intermediere, respectiv între manager și membrii sindicatului de intermediere.

Oferta publică de vânzare se desfășoară pe o **perioadă determinată** ce nu poate depăși 12 luni calendaristice.

Oferta publică de vânzare se derulează la un **preț determinat sau determinabil** în prospectul de ofertă.

Scopul ofertelor publice de vânzare, îndeosebi a celor inițiale îl constituie intenția ofertantului de a obține resurse financiare, de a transforma în lichidități deținerile de instrumente financiare. Un alt obiectiv ce poate fi vizat constă în mărirea *free-float-ului* (a acțiunilor libere la tranzacționare ce pot face în mod curent obiectul unor tranzacții pe piața de capital) și crearea astfel a unui interes pentru investitori în plasarea fondurilor în titlurile respective.

Secțiunea a 2-a. Sfera de aplicare a prevederilor privind ofertele publice de vânzare

Normele legale privind efectuarea ofertelor publice de vânzare și obligativitatea realizării acestor oferte numai în baza unui prospect de ofertă autorizat de autoritatea administrativă competentă și publicat în vederea informării investitorilor sunt obligatorii în principiu pentru ofertele publice de vânzare a **valorilor mobiliare**, titluri de capital, emise sub forma **acțiunilor** emise de societățile comerciale și altor valori mobiliare echivalente ale acestora, negociate pe piaţa de capital, **obligaţiunilor**, precum **şi altor titluri de creanţă**, inclusiv titlurilor de stat cu scadenţă mai mare de 12 luni, negociabile pe piaţa de capital, însă negarantate necondiţionat de un stat membru al Uniunii Europene.

---

[1] În cadrul secțiunii a 5-a, pct. 5.1. din prezentul capitol.

Dispoziţiile legale privind oferta publică de vânzare a valorilor mobiliare au un caracter imperativ, dacă aceasta are o **valoare** mai mare de 2.500.000 euro.

Prevederile legale privind ofertele publice de vânzare, precum şi cele referitoare la prospectul de admitere la tranzacţionare pe o piaţă reglementată **nu sunt obligatorii,** potrivit art. 1 alin. (2) din Directiva 2003/71/CE şi a art. 12 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, în cazul acţiunilor emise de băncile centrale ale statelor membre ale Uniunii Europene, precum şi situaţia altor valori mobiliare decât acţiunile enumerate de aceste norme juridice.

În cazul în care o persoană, emitentul sau deţinătorul titlurilor, intenţionează să obţină fonduri din partea investitorilor într-un cuantum inferior pragului de 2.500.000 de euro, acesta poate derula o ofertă publică de vânzare, potrivit reglementărilor Legii pieţei de capital şi a Regulamentului C.N.V.M. nr. 1/2006, în vederea **creşterii credibilităţii** demersului său în faţa potenţialilor investitori.

În ultimă instanţă, oferta publică de vânzare reprezintă un **beneficiu legal acordat ofertantului** de a putea avea acces la resursele financiare ale publicului, în condiţiile realizării unei informări corecte şi complete cu privire la valorile mobiliare ce fac obiectul ofertei. Decizia de a profita de credibilitatea conferită de piaţa de capital în demersul obţinerii fondurilor vizate îi aparţine ofertantului, dar în situaţia în care vizează o sumă ce se situează sub un anumit prag valoric. În cazul în care ofertantul doreşte obţinerea de fonduri într-un cuantum superior, raţiuni legate de protecţia investitorilor atrag obligativitatea respectării de către iniţiatorul ofertei a normelor legale imperative referitoare la oferta publică de vânzare.

Secţiunea a 3-a. Caractere juridice ale contractului de vânzare-cumpărare încheiat ca urmare a subscrierii unei oferte publice de vânzare

Contractul de vânzare-cumpărare de valori mobiliare încheiat ca urmare a subscrierii unei oferte publice de vânzare este **contract solemn**, întrucât nu se poate încheia decât în formele specifice prevăzute de dispoziţiile legale şi de înscrisurile care stau la baza ofertei. Astfel, este obligatorie atât forma scrisă a prospectului de emisiune, actul juridic în care se concretizează oferta de a contracta, dar sunt impuse de normele legale şi elementele de conţinut ale prospectului. În aceste circumstanţe, contractul de vânzare-cumpărare de valori mobiliare încheiat ca urmare a unei oferte publice de vânzare nu este valid în cazul neregularităţii prospectului, respectiv în absenţa unei anumite forme a ofertei de a contracta. Acceptarea ofertei de a contracta, act juridic separat, în sensul de *instrumentum*, trebuie să îmbrace, de regulă, de asemenea forma scrisă, chiar dacă nu există o dispoziţie legală expresă în acest sens. Dispoziţiile art. 17 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006 impun obligativitatea transmiterii către C.N.V.M., sub sancţiunea neautorizării prospectului, odată cu cererea de aprobare a prospectului, şi a unor documente, printre care şi formularul de subscriere. Nu poate fi concepută însă o formă de exprimare a voinţei juridice a subscriitorului transmisă ofertantului (sau intermediarului autorizat desemnat să efectueze procedura aferentă derulării ofertei) pe cale verbală. De asemenea, acceptarea ofertei, pentru a fi validă, nu poate să se rezume la simpla exprimare a acordului de voinţă, fiind necesară şi plata preţului valorilor mobiliare subscrise.

Contractul de vânzare-cumpărare de valori mobiliare încheiat ca urmare a subscrierii unei oferte publice de vânzare este un **contract sinalagmatic, oneros, comutativ, numit.**

Caracterul translativ de proprietate al acestui contract de vânzare-cumpărare comportă anumite nuanţări în raport cu dreptul comun. Momentul transmiterii dreptului de proprietate asupra valorilor mobiliare obiect al ofertei îl reprezintă data decontării tranzacţiei unice realizate după finalizarea ofertei. În conformitate cu dispoziţiile art. 74 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 13/2005, ciclul de decontare a tranzacţiilor cu instrumente financiare, altele decât cele derivate, efectuate pe pieţele reglementate şi în cadrul sistemelor alternative de tranzacţionare este de maximum 3 zile lucrătoare (momentul T+3) de la data efectuării tranzacţiei (momentul T). În aceste condiţii, rezultă că transferul dreptului de proprietate asupra acţiunilor tranzacţionate pe o piaţă reglementată intervine în a treia zi lucrătoare de la data efectuării tranzacţiei.

Cu toate că transmiterea dreptului de proprietate se va realiza la momentul decontării, contractul propriu-zis este **încheiat în momentul efectuării tranzacţiei unice**, după închiderea ofertei publice de vânzare, chiar dacă acceptarea acesteia a survenit, prin transmiterea cererii de subscriere şi a fondurilor aferente, anterior.

Riscurile contractului de vânzare-cumpărare de valori mobiliare încheiat ca urmare a unei oferte publice de vânzare se vor transfera către acceptanţii ofertei potrivit dreptului comun, respectiv după transmiterea dreptului de proprietate în sistemul depozitarului central. Prin urmare riscurile „pieirii" valorilor mobiliare obiect al ofertei rămân în sarcina ofertantului (emitent sau deţinător de valori mobiliare), chiar dacă oferta a fost acceptată prin actul juridic al subscrierii, până în momentul decontării tranzacţiei unice efectuate după închiderea ofertei.

Secţiunea a 4-a. Aspecte specifice fiecărei categorii de ofertă publică de vânzare

Ofertele publice primare nu reprezintă contracte de vânzare-cumpărare de acţiuni în înţelesul clasic al termenului, fiind operaţiuni de piaţă ce presupun lansarea către public, în general către persoane care nu au calitatea de acţionari ai societăţii, a invitaţiei de a dobândi această calitate prin subscrierea unei emisiuni de acţiuni născute ca urmare a adoptării unei hotărâri a adunării generale de majorare a capitalului social.

Terminologia juridică a dreptului pieţei de capital plasează aceste operaţiuni în categoria ofertelor publice de vânzare, calitatea de „vânzător" deţinând-o însă chiar societatea comercială emitentă.

O analiză a actelor translative de proprietate încheiate pe piaţa de capital ar fi inevitabil incompletă dacă nu ar surprinde şi aspectele specifice ale ofertei primare de vânzare, fără a confunda cele două instituţii juridice, respectiv contractul de vânzare-cumpărare cu subscrierea în cadrul majorării capitalului social.

4.1. Oferta publică primară iniţială

Oferta publică primară iniţială de vânzare (IPO) reprezintă acea ofertă publică în care dreptul de proprietate asupra titlurilor emitentului este oferit pentru prima dată publicului, respectiv unui număr nedefinit de persoane. Din punct de vedere **juridic**, obiectivul acestei oferte publice îl reprezintă abandonarea caracterului închis al societăţii emitente şi dobândirea de către emitent unui **caracter de societate deţinută public**, respectiv de societate tranzacţionată pe piaţa de capital.

Din punct de vedere **economic**, *causa remota* a actului juridic al ofertei, scopul acestei oferte publice, constă în **finanţarea** activităţilor societăţii emitente din resursele legale oferite de piaţa de capital, respectiv de subscrierile investitorilor, acceptanţi ai ofertei.

Se poate susţine că oferta publică primară iniţială reprezintă mecanismul juridic prin care acţionarii unei societăţi închise renunţă la avantajele derulării afacerilor într-un mod confidenţial, în schimbul obţinerii unor finanţări pe termen scurt, mediu sau lung, cu costuri reduse, realizate graţie aporturilor de capital efectuate de investitorii care dobândesc încredere în titlurile propuse spre subscriere. Din acest considerent, oferta publică iniţială (IPO) reprezintă cea mai semnificativă **punere în aplicare a principiului transparenţei**, întrucât aduce în faţa publicului date şi informaţii care până în acel moment nu erau cunoscute decât de angajaţii, administratorii şi auditorii emitentului.

Pentru acţionarii minoritari ai unei societăţi comerciale închise, oferta publică iniţială şi admiterea subsecventă la tranzacţionare pe piaţa de capital reprezintă o şansă de a renunţa la dreptul de proprietate asupra valorilor mobiliare deţinute şi de **obţine lichidităţi**, oportunitate inexistentă în cazul absenţei unei pieţe pe care să fie negociate în mod liber titlurile în cauză.

Contractul translativ de proprietate încheiat ca urmare a derulării unei IPO, ce are natura juridică a unui **contract de vânzare-cumpărare**, are drept părţi emitentul, în calitate de persoană care transmite dreptul de proprietate şi investitorul care a subscris prospectul de ofertă iniţială, în calitate de dobânditor al dreptului de proprietate asupra acţiunilor.

În cazul unei oferte publice iniţiale care are drept obiect acţiuni, publicului sunt oferite titluri nou emise în cadrul unei operaţiuni de **majorare a capitalului social**, decisă cu cvorumul şi majoritatea legală sau statutară de Adunarea Generală Extraordinară a Acţionarilor. În aceste condiţii, realizarea unei oferte publice iniţiale este condiţionată de **ridicarea dreptului de preferinţă** al acţionarilor societăţii închise ce intenţionează admiterea la tranzacţionare sau renunţarea acestora la dreptul de a subscrie acţiunile nou emise în perioada de exercitare a dreptului de preferinţă.

În sistemele de drept de inspiraţie anglo-saxonă au fost identificate **cinci metode principale de realizare a unei oferte publice iniţiale**[1]:

---

[1] *B. Pettet*, Company law, second edition, Ed. Pearson Education Limited, Harlow, 2005, p. 260-261.

a) **oferta de vânzare**, mecanism legal care implică **alocarea** acţiunilor nou emise de către societate către **băncile de investiţii**, care le va oferi apoi către public; avantajul pentru emitent este acela că oferta va fi subscrisă în întregime din momentul acceptării ei de către banca sau băncile de investiţii participante, întrucât în cazul în care acestea nu le vor putea plasa mai departe către public, acţiunile vor rămâne în patrimoniul lor; în cazul unor emisiuni importante de acţiuni, din punct de vedere valoric, în general alocarea se realizează către un sindicat bancar;

b) **oferta pentru subscriere** reprezintă, în viziunea doctrinei engleze, o varietate a ofertei de vânzare[1] în cadrul căreia acţiunile nu sunt alocate băncilor de investiţii, însă acestea formulează o ofertă în numele emitentului către investitori; oferta de vânzare şi oferta de subscriere sunt uneori utilizate în practică drept metode combinate; din punct de vedere terminologic avem rezerve faţă de clasificarea celor două varietăţi de IPO identificate în doctrina engleză, întrucât este evident că, în realitate, avem de-a face cu o ofertă de vânzare care este acceptată, subscrisă, fie de către băncile de investiţii cărora le este adresată (în cazul primei variante), fie de către clienţii acestora (în cazul celei de-a doua variante);

c) **plasamentul acţiunilor nou emise** reprezintă o metodă în cadrul căreia acţiunile sunt alocate băncilor de investiţii care le alocă –„plasează"– ulterior clienţilor lor investitori instituţionali; şi în acest caz emisiunea este subscrisă în întregime de către băncile de investiţii, care au însă, în acest caz, garanţia că investitorii instituţionali-clienţi, vor achiziţiona în etapa a doua acţiunile emise;

d) **oferta prin intermediari** presupune, de asemenea, o plasare a acţiunilor nou emise de către băncile de investiţii, care joacă în acest caz rolul de intermediari între emitent şi clienţii lor şi nu pe acela de subscriitori ai emisiunii de acţiuni;

e) metoda ***book building***, dezvoltată iniţial în Statele Unite, apoi preluată şi în Europa, în special în Marea Britanie, care implică consultarea între subscriitori (băncile de investiţii) şi investitorii instituţionali în vederea stabilirii preţului optim pentru acţiunile emise în cadrul IPO-ului; în urma acestor consultări băncile de investiţii află care este cererea pentru acţiunile nou emise şi la ce preţ sunt dispuşi investitorii instituţionali să cumpere aceste acţiuni; numai după această consultare, băncile îşi vor lua angajamentul faţă de emitent de a subscrie emisiunea, însă la preţul rezultat în urma consultărilor[2].

Toate aceste metode de IPO care presupun o ofertă adresată unui număr limitat de investitori instituţionali, de regulă bănci de investiţii, pot fi sintetizate sub numele de **plasament garantat.**

Plasamentul garantat *(bought deal)* înseamnă un angajament ferm al distribuitorilor (intermediarilor) de a cumpăra întreaga emisiune de la emitent, garantând astfel vânzarea întregii emisiuni. Subscriitorii emisiunii îşi asumă întregul risc ce derivă din oferta publică iniţială. Ei vor încerca să revândă titlurile pe piaţa secundară către publicul investitor la un preţ mai mare, negociat cu emitentul[3]. Atunci când o instituţie financiară (bancă, fond de investiţii etc.) îşi asumă obligaţia de a subscrie întreaga emisiune este un semnal al încrederii deosebite a subscriitorului în succesul emisiunii[1].

---

[1] Ibidem, p. 260.

[2] http://www.investopedia.com/terms/b/bookbuilding.asp.

[3] http://www.dictionar-online.ro/financiar.php?id=Plasament%20garantat.

O emisiune de acţiuni poate fi distribuită şi prin metoda **angajamentului *standby*,** în care distribuitorii sunt de acord să cumpere acea parte care a rămas nesubscrisă dintr-o emisiune sau prin metoda celei mai bune execuţii.

Metoda celei mai bune execuţii este aceea conform căreia intermediarii se obligă „să depună toate eforturile" pentru reuşita IPO-ului. În această situaţie avem de-a face cu o simplă obligaţie de diligenţă din partea intermediarilor ofertei publice şi nu cu una de rezultat. Metoda celei mai bune execuţii a fost utilizată la toate IPO-urile desfăşurate în România în ultimii ani.

În cazul plasamentului garantat, după primul moment al subscrierii întregii emisiuni, urmează etapa a doua în cadrul căreia se realizează **plasamentul valorilor mobiliare** subscrise pe piaţa secundară.

În statele în care nu există un regim juridic clar privind alocarea acţiunilor după subscrierea lor în cadrul ofertei publice iniţiale (Statele Unite spre exemplu), aceasta se poate realiza **în mod discreţionar de către subscriitor.**

Alocarea se realizează în afara pieţei de capital şi înainte de începerea tranzacţionării pe piaţa secundară a titlurilor ce au făcut obiectul IPO-ului. În general alocarea acţiunilor se efectuează preferenţial către clienţii subscriitorului sau către firmele cu care acesta are relaţii strânse de afaceri. Oricum, modul de alocare al acţiunilor trebuie prevăzut în prospectul de emisiune.

Trebuie subliniat că preţul la care se efectuează alocarea este **prevăzut în prospectul de emisiune**, în general fiind vorba de un anumit interval de preţ şi nu de un preţ fix.

Pentru a avea acces la o alocare la preţul din ofertă, în acest caz al subscrierii întregii emisiuni de către o singură entitate sau de un grup de entităţi, acţionând împreună în cadrul unui sindicat, un investitor **trebuie să aibă deschis un cont la un broker care are acces la distribuţia acestor acţiuni.** Aceasta înseamnă fie că firma de brokeraj respectivă este o divizie a unei bănci care a subscris emisiunea, singură sau ca membră a unui sindicat bancar, fie firma de brokeraj a încheiat o convenţie cu una dintre băncile care au subscris emisiunea[2]. În aceste condiţii, accesul la acţiunile nou emise la preţul din ofertă este destul de dificil pentru investitorii obişnuiţi, fiind favorizaţi investitorii instituţionali cu care băncile de investiţii, care subscriu de regulă astfel de oferte publice iniţiale, au relaţii de afaceri substanţiale, existând astfel interese economice reciproce majore[3].

În legislaţia Uniunii Europene **nu există norme speciale** în privinţa alocării acţiunilor în urma unui IPO, această chestiune fiind lăsată pe seama legislaţiilor naţionale.

---

[1] http://www.investorwords.com/559/bought_deal.html.

[2] http://moneycentral.hoovers.com/business-information/-pageid_1961-/global-msn-index.xhtml.

[3] *A. Jungqvist, W.J. Wilhelm jr.*, IPO Allocations: Discriminatory or Discretionary?, p. 3 http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=263927.

4.2. Oferta publică primară de vânzare propriu-zisă

Oferta publică primară propriu-zisă reprezintă operaţiunea prin care un emitent, care a mai emis anterior valori mobiliare de acelaşi tip tranzacţionate pe piaţa de capital, realizează o **nouă emisiune de titluri**, prin intermediul unei majorări de capital social, în cazul în care valorile mobiliare oferite sunt acţiuni.

Oferta publică primară propriu-zisă este **iniţiată de către emitent,** care va avea, ca şi în cazul ofertei publice iniţiale, poziţia de vânzător.

Oferta publică primară de vânzare reprezintă, ca şi oferta iniţială, un mijloc de finanţare al emitenţilor prin intermediul pieţei de capital, aceasta fiind **cauza mediată** a actului juridic respectiv.

4.3. Oferta publică secundară de vânzare

Oferta publică secundară de vânzare este **iniţiată de un deţinător de titluri** ce fac obiectul ofertei, acesta dobândindu-le pe piaţa primară, în urma unei oferte publice primare sau pe piaţa secundară prin achiziţionarea lor de la alţi investitori.

Causa remota a ofertei publice secundare de vânzare o reprezintă **obţinerea de lichidităţi** de către ofertant. Acesta îşi măreşte şansele înstrăinării pachetului de valori mobiliare deţinute prin oferirea lor către un număr nedeterminat de potenţiali investitori.

Oferta publică secundară, spre deosebire de cea primară, are drept **obiect** valori mobiliare ce au mai fost tranzacţionate anterior pe piaţa de capital.

4.4. Oferta adresată investitorilor calificaţi

În unele situaţii, societatea emitentă (în fapt acţionarul său majoritar) nu intenţionează să se adreseze publicului larg pentru a subscrie o ofertă publică de vânzare, preferând să iniţieze o invitaţie de a deveni acţionari ai societăţii numai investitorilor calificaţi, persoane juridice sau fizice care dispun de lichidităţi considerabile şi sunt apte să subscrie un număr ridicat din acţiunile oferite. Scopul unei oferte adresate numai investitorilor calificaţi este acela de a păstra un număr relativ redus al acţionarilor, de a cunoaşte fără greutăţi deosebite identitatea acţionarilor şi de a evita introducerea în acţionariat a unui număr mare de persoane necunoscute care ar putea intra ulterior în situaţii litigioase cu emitentul.

Instituţia „investitorului calificat" este **definită** în cadrul art. 2 alin. (1) pct. 15 din Legea pieţei de capital:

a) entităţi autorizate să opereze pe pieţe financiare, precum instituţiile de credit, societăţile de servicii de investiţii financiare, alte instituţii financiare autorizate şi reglementate, societăţile de asigurări, organismele de plasament colectiv, societăţile de administrare a investiţiilor, fondurile de pensii, precum şi alte entităţi ce nu sunt autorizate ori reglementate şi al căror unic obiect de activitate este investiţia în valori mobiliare;

b) autorităţi ale administraţiei publice centrale şi locale, instituţii de credit centrale, organisme internaţionale şi regionale, precum: Fondul Monetar Internaţional, Banca Centrală Europeană, Banca Europeană de Investiţii sau alte organisme similare;

c) entități legale care îndeplinesc două din următoarele trei criterii:
- număr mediu de angajați pe perioada unui exercițiu financiar mai mare de 250;
- active totale în valoare mai mare de echivalentul sumei de 43.000.000 euro;
- cifra de afaceri anuală netă mai mare de echivalentul sumei de 50.000.000 euro;

d) anumite persoane fizice, subiect al recunoașterii reciproce. C.N.V.M. poate decide să autorizeze persoane fizice rezidente în România, care solicită în mod expres să fie considerate ca investitori calificați, dacă aceste persoane îndeplinesc cel puțin două din următoarele criterii:
- investitorul a efectuat tranzacții de o mărime semnificativă pe o piață reglementată cu o frecvență medie de cel puțin 10 tranzacții pe trimestru în ultimele patru trimestre calendaristice;
- valoarea portofoliului de valori mobiliare al unui investitor depășește 500.000 euro;
- investitorul a lucrat sau lucrează în sectorul financiar cel puțin de un an, având o poziție care necesită cunoștințe privind investițiile în valori mobiliare;

e) anumite societăți mici și mijlocii, subiect al recunoașterii reciproce. C.N.V.M. poate decide să autorizeze societăți mici și mijlocii cu sediul în România, care solicită în mod expres să fie considerate investitori calificați. În înțelesul prezentei legi, *societăți mici și mijlocii* sunt acele societăți comerciale care, în conformitate cu ultimele situații financiare raportate, nu îndeplinesc două din cele trei criterii prevăzute la lit. c);

Dobândirea calității de investitor calificat se realizează **de drept**, fără a fi nevoie de autorizarea C.N.V.M., în cazul următoarelor persoane:

a) entități autorizate să opereze pe piețe financiare, precum instituțiile de credit, societățile de servicii de investiții financiare, alte instituții financiare autorizate și reglementate, societățile de asigurări, organismele de plasament colectiv, societățile de administrare a investițiilor, fondurile de pensii, precum și alte entități ce nu sunt autorizate ori reglementate și al căror unic obiect de activitate este investiția în valori mobiliare;

b) autorități ale administrației publice centrale și locale, instituții de credit centrale, organisme internaționale și regionale, precum: Fondul Monetar Internațional, Banca Centrală Europeană, Banca Europeană de Investiții sau alte organisme similare.

Potrivit dispozițiilor art. 16 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, anumite persoane **pot dobândi calitatea de investitori calificați**, cu aprobarea C.N.V.M., fiind înregistrate în Registrul C.N.V.M.:

a) **persoanele juridice** care îndeplinesc două din următoarele trei criterii:
- număr mediu de angajați pe perioada unui exercițiu financiar mai mare de 250;
- active totale în valoare mai mare de echivalentul sumei de 43.000.000 euro;
- cifra de afaceri anuală netă mai mare de echivalentul sumei de 50.000.000 euro;

b) **persoane fizice**, subiect al recunoașterii reciproce, care îndeplinesc cel puțin două din următoarele criterii:
- investitorul a efectuat tranzacții de o mărime semnificativă pe o piață reglementată cu o frecvență medie de cel puțin 10 tranzacții pe trimestru în ultimele patru trimestre calendaristice;

BCU Cluj / Central University Library

- valoarea portofoliului de valori mobiliare al unui investitor depăşeşte 500.000 euro;

- investitorul a lucrat sau lucrează în sectorul financiar cel puţin de un an, având o poziţie care necesită cunoştinţe privind investiţiile în valori mobiliare;

c) anumite societăţi mici şi mijlocii, subiect al recunoaşterii reciproce. **Societăţi mici şi mijlocii** sunt acele societăţi comerciale care, în conformitate cu ultimele situaţii financiare raportate, prezintă cel puţin două din următoarele caracteristici: un număr mediu de salariaţi mai mic de 250 de persoane pe întregul exerciţiu; un total de bilanţ care nu depăşeşte 43.000.000 euro; o cifră de afaceri netă anuală care nu depăşeşte 50.000.000 euro.

Persoanele fizice sunt înregistrate în Registrul C.N.V.M. pentru o perioadă de trei luni. Pentru menţinerea înregistrării, persoana în cauză trebuie să depună documentaţia care să ateste menţinerea îndeplinirii condiţiilor prevăzute la înregistrarea iniţială.

Persoanele juridice care nu deţin de drept calitatea de investitor calificat sunt înregistrate în Registrul C.N.V.M. până la aprobarea de către organul statutar al acestora a situaţiilor financiare aferente anului în care s-a făcut înregistrarea. Pentru menţinerea înregistrării, persoana în cauză trebuie să depună documentaţia care să ateste menţinerea îndeplinirii condiţiilor prevăzute la înregistrarea iniţială.

Persoanele care nu deţin de drept calitatea de investitor calificat sunt **radiate** din Registrul C.N.V.M. în următoarele situaţii:

a) ca urmare a solicitării de radiere formulată de către investitorul calificat;

b) ca urmare a neîndeplinirii condiţiilor prevăzute pentru menţinerea înregistrării.

Principalul **avantaj** al deţinerii calităţii de investitor calificat constă în aceea că această categorie de persoane poate beneficia de anumite oferte publice, derulate la preţuri care permit o revânzare ulterioară a instrumentelor financiare obiect al ofertei, pe piaţa secundară, la nivele de preţ superioare.

Principalul dezavantaj *de lege lata* al deţinerii calităţii de investitor calificat constă în excluderea acestei categorii de la compensare în situaţia în care intermediarii autorizaţi sunt în incapacitate de a returna fondurile băneşti şi/sau instrumentele financiare datorate sau aparţinând investitorilor.

O ofertă publică adresată investitorilor calificaţi se prezumă a reprezenta o propunere de a contracta lansată către o categorie de persoane care deţin, prin prisma activităţii desfăşurate, atât o **experienţă superioară**, cât şi **informaţii suplimentare** faţă de investitorii obişnuiţi, putând astfel evalua cu mai multă precizie avantajele, dezavantajele şi riscurile acceptării ofertei.

În „Preambulul" Directivei prospectului, în parag. 16 se arată faptul că este necesară **diferenţierea nevoilor de protecţie** a diferitelor categorii de investitori, în special în funcţie de nivelul lor de competenţă.

Dispoziţiile art. 15 alin. (5) din Directiva nr. 2003/71/CE instituie regula **egalităţii de tratament** din punct de vedere al dreptului la informare **a tuturor investitorilor calificaţi** cărora li se adresează oferta. Astfel, în cazul în care nu este obligatorie publicarea unui prospect, informaţiile importante furnizate de către un emitent sau un ofertant şi adresate investitorilor calificaţi sau categoriilor speciale de investitori, inclusiv cele difuzate cu ocazia reuniunilor care au legătură cu ofertele de valori mobiliare, este necesar a fi comunicate tuturor investitorilor calificaţi sau categoriilor speciale de investitori cărora această ofertă li se adresează în exclusivitate.

Secţiunea a 5-a. Prospectul ofertei publice de vânzare

5.1. Excepţii de la principiul obligativităţii prospectului de emisiune. Prospectul simplificat

Oferta publică de vânzare este necesar a se realiza numai în baza unui **prospect** de emisiune **autorizat** de către C.N.V.M. şi **publicat**, în conformitate cu dispoziţiile legale în vigoare, respectiv art. 175 din Legea pieţei de capital. Derularea unei oferte publice de vânzare în absenţa unui prospect autorizat şi publicat atrage nulitatea absolută a tranzacţiilor încheiate de către subscriitori cu ofertantul.

Publicarea unui prospect nu este obligatorie în următoarele cazuri:

a) pentru următoarele tipuri de ofertă:

- oferta adresată doar către investitori calificaţi, cu condiţia să fie făcut disponibil un prospect simplificat ce va avea conţinutul minim prevăzut la anexa nr. 17;
- oferta adresată la mai puţin de 100 de investitori, persoane fizice sau juridice, alţii decât investitorii calificaţi, cu condiţia să fie făcut disponibil un prospect simplificat;
- oferta de valori mobiliare adresată investitorilor care achiziţionează fiecare în cadrul ofertei, valori mobiliare în valoare de cel puţin echivalentul în lei a 50.000 euro, cu condiţia să fie făcut disponibil un prospect simplificat;
- oferta de valori mobiliare a căror valoare nominală unitară este de cel puţin echivalentul în lei a 50.000 euro, cu condiţia să fie făcut disponibil un prospect simplificat;
- oferta de valori mobiliare a cărei valoare totală, într-un interval de 12 luni, este mai mică decât echivalentul în lei a 100.000 euro, cu condiţia să fie făcut disponibil un prospect simplificat;

b) pentru următoarele tipuri de valori mobiliare:

- oferite, alocate sau care urmează a fi alocate în legătură cu o fuziune, cu condiţia să fie făcut disponibil un prospect simplificat;
- oferite, alocate sau care urmează a fi alocate în mod gratuit acţionarilor existenţi, respectiv în situaţia în care dividendele sunt plătite prin emiterea de noi acţiuni, din aceeaşi clasă cu acţiunile pentru care se plătesc dividendele, cu condiţia să fie făcut disponibil un prospect simplificat;
- acţiuni emise pentru substituirea altor acţiuni, de aceeaşi clasă, deja emise, dacă această nouă emisiune de acţiuni nu implică o majorare a capitalului social, cu condiţia să fie făcut disponibil un prospect simplificat;
- valori mobiliare oferite în schimbul altor valori mobiliare care fac obiectul unei oferte publice de cumpărare/preluare de schimb, cu condiţia să fie disponibil un prospect de ofertă publică de vânzare;
- valori mobiliare oferite, alocate sau care urmează să fie alocate către actualii sau foştii membri ai conducerii sau către angajaţii unei societăţi ale cărei valori mobiliare au fost deja admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată sau ai unei filiale a acesteia, cu condiţia să fie făcut disponibil un prospect simplificat;

- acţiuni oferite, alocate sau care urmează a fi alocate în legătură cu o modificare a capitalului social, alta decât majorarea capitalului social prin aport în numerar, prin alocare gratuită de acţiuni în condiţiile legii către acţionarii existenţi sau ca urmare a plăţii dividendelor prin emiterea de noi acţiuni din aceeaşi clasă cu acţiunile pentru care se plătesc dividendele, cu condiţia să fie făcut disponibil un prospect simplificat.

Conţinutul minim al prospectului simplificat este prevăzut în Anexele 17-21 ale Regulamentului C.N.V.M. nr. 1/2006.

Prospectul simplificat trebuie supus **aprobării C.N.V.M.** anterior derulării ofertelor publice la care se referă.

În cazul oferirii către acţionarii existenţi în cadrul **dreptului de preferinţă** a unor acţiuni emise în vederea majorării capitalului social nu este obligatorie întocmirea şi supunerea spre aprobare de către C.N.V.M. a unui prospect sau a unui prospect simplificat.

Apreciem că **publicarea unui prospect de emisiune este obligatorie în cazul titlurilor/acţiunilor emise de Societăţile de Investiţii Financiare** provenite din fostele Fonduri ale Proprietăţii Private în baza Legii nr. 133/1996. O astfel de susţinere se întemeiază pe faptul că oferta publică vizată de art. 120 alin. (4) din Legea pieţei de capital este guvernată de norme cu caracter juridic special, în raport cu normele generale referitoare la ofertele publice de vânzare, cuprinse în cadrul art. 183-192 din lege. Din acest considerent, aplicarea dispoziţiilor legale din Titlul V al legii, la care face trimitere textul art. 120 alin. (4) se realizează numai în măsura în care nu există norme speciale care să reglementeze anumite aspecte legate de oferta publică respectivă. Din analiza textului art. 120 alin. (4) rezultă că unica normă cu caracter special, derogatorie de la dreptul comun în materia ofertelor publice de vânzare, o reprezintă cea care impune obligativitatea derulării ofertei publice numai în baza unui prospect aprobat de către C.N.V.M.

5.2. Condiţii formale, cu caracter general, de validitate ale prospectului de ofertă publică

Potrivit art. 4 alin. (3) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, prospectul/documentul de ofertă publică de valori mobiliare este întocmit cel puţin în **limba română**. Potrivit art. 19 alin. (2) din Directiva nr. 2003/71/CE, în cazul în care se face o ofertă publică sau când se solicită admiterea la tranzacţionare pe o piaţă reglementată într-unul sau mai multe state membre, cu excepţia statului membru de origine, prospectul se stabileşte fie într-o limbă acceptată de către autorităţile competente ale acestor state membre, fie într-o limbă curentă în sfera financiară internaţională, conform opţiunii emitentului, a ofertantului sau a persoanei care solicită admiterea la tranzacţionare, după caz. Conform art. 19 alin. (3) din directiva prospectului, în cazul în care se face o ofertă publică sau în care se solicită o admitere la tranzacţionare pe o piaţă reglementată în mai multe state membre, inclusiv statul membru de origine, prospectul se realizează într-o limbă acceptată de către autoritatea competentă a statului membru de origine şi, de asemenea, se pune la dispoziţie fie într-o limbă acceptată de către autorităţile competente ale fiecărui stat membru gazdă, fie într-o limbă curentă în domeniul financiar internaţional, conform opţiunii emitentului, ofertantului sau a persoanei care solicită admiterea la tranzacţionare, după caz.

Directiva prospectului prevede în cadrul art. 19 alin. (4) că, în cazul în care se solicită admiterea la tranzacţionarea pe o piaţă reglementată pentru titluri altele decât cele de capital a căror valoare este cel puţin egală cu 50.000 euro, prospectul se realizează fie **într-o limbă acceptată de către autorităţile competente ale statului membru de origine şi gazdă, fie într-o limbă curentă în domeniul financiar internaţional**, conform opţiunii emitentului, ofertantului sau a persoanei care solicită admiterea la tranzacţionare, după caz.

Prospectul de ofertă, anunţul de ofertă precum şi orice alte materiale publicitare aferente ofertei publice sunt redactate cu **acelaşi caracter**.

Orice prospect de emisiune trebuie să aibă înscrisă, pe coperta sa, **menţiunea**: „Viza de aprobare aplicată pe prospectul de ofertă publică sau, după caz, pe documentul de ofertă nu are valoare de garanţie şi nici nu reprezintă o altă formă de apreciere a C.N.V.M. cu privire la oportunitatea, avantajele sau dezavantajele, profitul ori riscurile pe care le-ar putea prezenta tranzacţiile de încheiat prin acceptarea ofertei publice obiect al deciziei de aprobare. Decizia de aprobare certifică numai regularitatea prospectului/documentului de ofertă în privinţa exigenţelor legii şi ale normelor adoptate în aplicarea acesteia".

5.3. Conţinutul prospectului

Potrivit art. 184 alin. (1) din Legea nr. 297/2004, prospectul de ofertă va conţine informaţiile care, conform caracteristicilor emitentului şi valorilor mobiliare oferite publicului, sunt necesare investitorilor, pentru a realiza o evaluare în cunoştinţă de cauză privind: situaţia activelor şi pasivelor, situaţia financiară, profitul sau pierderea, perspectivele emitentului şi ale entităţii care garantează îndeplinirea obligaţiilor asumate de emitent, dacă este cazul, precum şi a drepturilor aferente respectivelor valori mobiliare.

Conţinutul minim al prospectului de ofertă publică de vânzare ce urmează a fi publicat, realizat în formă unică sau având mai multe componente, pe tipuri de valori mobiliare oferite şi pe tipuri de emitenţi este prezentat la anexele nr. 1-14 ale Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006. Emitentul, ofertantul sau persoana care solicită admiterea la tranzacţionare pe o piaţă reglementată sunt persoanele care sunt ţinute să determine conţinutul detaliat al rezumatului prospectului sau al prospectului de bază

În situaţia în care, în mod excepţional, anumite informaţii ce trebuie incluse în prospect, nu corespund sferei de activitate, formei juridice de constituire a emitentului sau tipului de valori mobiliare obiect al prospectului, în cuprinsul acestuia vor fi furnizate informaţii echivalente. În situaţia în care nu există astfel de informaţii se va include menţiunea „nu este cazul".

În cazul unei oferte publice secundare, **emitentul este obligat să pună la dispoziţia ofertantului orice informaţie necesară** pentru întocmirea prospectului de ofertă publică, în termen de cel mult 30 de zile de la formularea cererii.

Ori de câte ori prospectul face referire la informaţii publice trebuie precizată în mod obligatoriu sursa acestora.

Pentru orice date reprezentând situaţii financiare se precizează în prospect dacă acestea sunt **auditate**.

În conformitate cu prevederile art. 22 alin.(2) din Regulamentul C.E. nr. 809/2004, emitentul, ofertantul sau persoana care solicită admiterea la tranzacţionare pe o piaţă reglementată **poate omite informaţiile care nu sunt cunoscute** în momentul aprobării prospectului de bază şi care nu pot fi determinate decât în momentul emiterii.

Conform art. 185 alin. (1) din Legea nr. 297/2004, prospectul poate fi întocmit într-o formă unică (prospect de bază) sau având mai multe componente, şi anume:

a) fişa de prezentare a emitentului, conţinând informaţiile referitoare la acesta;

b) nota privind caracteristicele valorilor mobiliare oferite sau propuse a fi admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată;

c) rezumatul prospectului.

Oferta publică de vânzare de acţiuni nu permite elaborarea unui prospect unic.

Rezumatul prospectului de emisiune nu poate cuprinde **informaţii prin trimitere** la alte documente aprobate anterior de autorităţile competente.

Emitentul, ofertantul sau persoana care solicită admiterea la tranzacţionare pe o piaţă reglementată sunt ţinuţi să determine **conţinutul detaliat** al rezumatului prospectului.

Rezumatul trebuie să prezinte succint şi într-un limbaj non-tehnic principalele caracteristici şi riscuri aferente emitentului, entităţii care garantează îndeplinirea obligaţiilor asumate de emitent, dacă este cazul, precum şi valorilor mobiliare oferite.

Rezumatul, potrivit art. 184 alin. (4) teza a II-a din lege, trebuie să conţină şi o avertizare a potenţialilor investitori, cu privire la faptul că:

a) trebuie citit ca o introducere la prospect;

b) orice decizie de investire trebuie să se fundamenteze pe informaţiile cuprinse în prospect, considerat în integralitatea lui;

c) înainte de începerea procedurii judiciare, având ca obiect informaţiile cuprinse într-un prospect, reclamantul va trebui să suporte costurile aferente traducerii prospectului în limba română;

d) răspunderea civilă, în situaţia în care rezumatul induce în eroare, este inconsistent sau inexact, sau este contradictoriu faţă de alte părţi ale prospectului, revine persoanelor care au întocmit rezumatul, incluzând şi pe cele care au efectuat traducerea, precum şi persoanele care notifică cu privire la oferte publice transfrontaliere.

În cazul în care prospectul de bază se referă la **diverse valori mobiliare**, emitentul, ofertantul sau persoana care solicită admiterea la tranzacţionarea pe o piaţă reglementată include în prospectul de bază **un singur rezumat** pentru toate valorile respective, conform art. 26 alin. (6) din Regulamentul C.E. nr. 809/2004. Această facilitate nu dispensează persoana responsabilă de a prezenta în mod separat informaţiile privind diversele valori mobiliare la care se referă rezumatul sunt separate în mod clar.

În cazul în care este necesară o **completare a rezumatului** unui prospect de bază, emitentul, ofertantul sau persoana care solicită admiterea la tranzacţionare pe o piaţă reglementată decide, de la caz la caz, fie să includă noile informaţii în rezumatul original, elaborând un nou rezumat, fie să elaboreze un supliment la rezumat.

În cuprinsul prospectului se poate face **referire** la informaţii privind emitentul cuprinse în **documente**, ce au fost publicate şi care au fost **aprobate de C.N.V.M.** sau întocmite cu respectarea prevederilor legale.

Aceste informaţii prin trimiteri se pot referi la unul dintre următoarele **documente**: a) informaţiile financiare anuale sau provizorii; b) documentele elaborate cu ocazia unei operaţiuni speciale, precum o fuziune sau o divizare; c) rapoartele de audit sau rapoartele financiare; d) actul constitutiv sau statutul; e) prospectele şi/sau prospectele de bază aprobate şi publicate anterior; f) informaţiile reglementate; g) circularele adresate deţinătorilor de valori mobiliare.

În cazul în care un document care poate fi inclus prin trimitere conţine date care s-au schimbat semnificativ, prospectul sau prospectul de bază trebuie să specifice expres acest lucru şi să furnizeze **informaţiile actualizate**.

Emitentul, ofertantul sau persoana care solicită admiterea la tranzacţionare pe o piaţă reglementată pot să includă informaţii în prospect sau în prospectul de bază făcând **trimitere doar la anumite părţi dintr-un document**, cu condiţia de a declara în mod expres că părţile din documentul în cauză care nu au fost incluse fie nu prezintă interes pentru investitor, fie sunt prezentate într-o altă parte în prospect.

În cazul în care includ informaţii prin trimiteri, emitentul, ofertantul sau persoana care solicită admiterea la tranzacţionare pe o piaţă reglementată sunt ţinuţi **să nu afecteze protecţia investitorilor** în ceea ce priveşte claritatea şi accesibilitatea informaţiilor în cauză.

În cazul în care emitentul, ofertantul sau persoana care solicită admiterea la tranzacţionare pe o piaţă reglementată elaborează prospectul sub forma mai multor documente distincte, **nota privind valorile mobiliare** şi **documentul de înregistrare**, potrivit art. 25 alin. (2) din Regulamentul nr. 809/2004, sunt structurate fiecare în părţile menţionate mai jos, ordonate după cum urmează:

a) un cuprins clar şi detaliat;

b) după caz, factorii de risc legaţi de emitent şi de categoria de valori mobiliare care face obiectul emisiunii;

c) celelalte informaţii solicitate de schemele şi modulele pe baza cărora este elaborat prospectul.

Emitentul, ofertantul sau persoana care solicită admiterea la tranzacţionare pe o piaţă reglementată au **dreptul de a determina în mod liber ordinea de prezentare a informaţiilor** solicitate în schemele şi modulele pe baza cărora este elaborat prospectul.

5.4. Perioada de valabilitate a prospectului

Potrivit art. 184 alin. (2) din Legea nr. 29772004, prospectul de ofertă aprobat de C.N.V.M. este valabil **12 luni după publicare**, putând fi folosit în cazul mai multor emisiuni de valori mobiliare, în acest interval, cu condiţia actualizării.

Anterior derulării oricărei activităţi aferente ofertei publice de vânzare, ofertantul este obligat să transmită la C.N.V.M. **fişa de prezentare actualizată** cu toate informaţiile ce sunt cuprinse în documentul anual de prezentare a emitentului. Această cerinţă este necesar a fi îndeplinită în vederea prezentării către investitori a unor informaţii cât mai recente, condiţie ce nu ar fi îndeplinită în cazul în care datele din fişa de prezentare nu ar fi actualizate, iar prospectul ar fi aprobat cu un timp considerabil (în interiorul termenului maxim de 12 luni) înainte de demararea ofertei publice de vânzare.

Fişa de prezentare a emitentului, aprobată de C.N.V.M., este valabilă o perioadă de 12 luni, cu condiţia actualizării acesteia, conform reglementărilor C.N.V.M.

Un emitent care are deja aprobată de către C.N.V.M. fişa de prezentare poate întocmi şi transmite spre aprobare numai nota privind caracteristicile acţiunilor oferite şi rezumatul prospectului. În această situaţie, conform art. 185 alin. (4) din Legea pieţei de capital nota privind caracteristicele valorilor mobiliare oferite sau propuse a fi admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată va conţine şi informaţiile privitoare la emitent, care au apărut de la data ultimei actualizări a fişei de prezentare şi care ar putea afecta decizia investiţională.

5.5. Condiţii privind aprobarea prospectului de emisiune

În cazul unei oferte primare de valori mobiliare este vorba de o emisiune nouă de titluri, ce trebuie să primească **încuviinţarea organului statutar** al emitentului, în cele mai multe cazuri acesta fiind AGEA.

În vederea **aprobării prospectului de ofertă publică** de vânzare de către C.N.V.M., potrivit art. 17 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, ofertantul trebuie să depună o cerere însoţită de o serie de documente printre care prospectul de ofertă, hotărârea AGEA prin care acţionarii au decis efectuarea unei oferte publice de vânzare (dacă este vorba de o ofertă primară), dovada deţinerii valorilor mobiliare subiect al ofertei, în cazul unei oferte publice secundare de vânzare, rapoartele auditorului financiar aferente situaţiilor financiare pentru ultimele trei exerciţii financiare încheiate, situaţiile financiar-contabile pentru ultimele trei exerciţii financiare încheiate sau pe perioada scursă de la înfiinţare până la data depunerii la C.N.V.M. a prospectului de ofertă, dacă emitentul are mai puţin de trei ani de funcţionare etc.

Absenţa oricărui document din cele enumerate mai sus reprezintă o **cauză de nulitate** a deciziei de aprobare a prospectului de emisiune. Această soluţie se întemeiază pe principiul transparenţei pieţei de capital şi pe cel al legalităţii actelor administrative, normele art. 17 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006 având un caracter imperativ. În cazul în care unul dintre înscrisurile ce trebuie să fie ataşate în mod obligatoriu cererii de aprobare a prospectului de emisiune lipseşte, organul administrativ va fi pus în imposibilitatea de a aprecia conformitatea ofertei publice cu dispoziţiile legale onerative. În aceste condiţii, actul administrativ de autorizare, nu va putea fi justificat prin dreptul discreţionar al autorităţii administrative de apreciere, pentru că se va plasa în afara limitelor legale. Autorizarea unei oferte publice în absenţa unor documente esenţiale pentru formarea voinţei juridice a autorităţii administrative este şi inoportună, fiind potrivnică scopului (*ratio legis*) normelor juridice specifice din materia aprobării ofertelor publice de vânzare, intrând în domeniul **excesului de putere**[1].

Numai prin analiza temeinică a tuturor documentelor stabilite de normele legale (textul art. 17 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006) autoritatea administrativă este în măsură să ia o decizie în limitele dispoziţiilor legale şi respectând spiritul legii. În caz contrar ar fi afectat şi **principiul egalităţii de tratament** a participanţilor la piaţa de capital, întrucât anumiţi ofertanţi ar beneficia de scutirea respectării obligaţiei de depunere a documentaţiei complete în vederea aprobării prospectului de ofertă.

---

[1] Pentru teoria excesului de oportunitate, *A. Iorgovan*, op. cit., 2005, vol. II, p. 49.

Prospectul de emisiune depus spre aprobare la C.N.V.M. **nu trebuie să cuprindă menţiuni referitoare la preţul de ofertă**. Spaţiul destinat acestor menţiuni se va completa ulterior aprobării prospectului de ofertă publică.

Potrivit dispoziţiilor art. 17 alin. (3) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006 sunt instituite o serie de **interdicţii pentru ofertant şi pentru intermediarul** implicat în perioada de la depunerea cererii de aprobare şi până la momentul aprobării prospectului de ofertă publică, respectiv:

a) oferirea spre vânzare către public a valorilor mobiliare obiect al ofertei;

b) acceptarea integrală sau parţială de plăţi pentru valorile mobiliare obiect al ofertei;

c) desfăşurarea oricăror alte operaţiuni în legătură cu valorile mobiliare obiect al ofertei.

d) desfăşurarea oricărei forme de publicitate privind emitentul şi valorile mobiliare obiect al ofertei, cu excepţia declaraţiilor de presă uzuale, programate anterior şi a raportărilor periodice.

5.6. Publicarea prospectului

Modalităţile în care prospectul de ofertă este adus la cunoştinţa publicului sunt precizate în cadrul art. 175 alin. (3) din Legea pieţei de capital[1].

Publicarea prospectului de ofertă publică **în format electronic** pe website-ul ofertantului sau al emitentului trebuie să îndeplinească o serie de condiţii, menţionate în cadrul art. 29 din Regulamentul C.E. nr. 809/2004: prospectul trebuie să fie uşor accesibil pe web; formatul fişierului nu trebuie să permită nicio modificare a prospectului sau a prospectului de bază; prospectul sau prospectul de bază nu trebuie să conţină nicio legătură de tip hipertext, cu excepţia adreselor electronice la care pot fi consultate informaţiile incluse prin trimiteri; investitorilor li se acordă posibilitatea de a descărca şi tipări pe suport material prospectul sau prospectul de bază.

În cazul în care prospectul sau prospectul de bază pentru o ofertă publică de valori mobiliare este pus la dispoziţia publicului pe site-urile web ale emitenţilor şi ale unor intermediari financiari sau ale unor pieţe reglementate, aceştia sunt obligaţi să ia toate măsurile necesare pentru a evita să se adreseze rezidenţilor unor state membre sau ţări terţe în care oferta nu este valabilă, de exemplu, prin inserarea unui **avertisment care să precizeze destinatarii ofertei**.

În cazul alegerii **mass-media** drept canal de comunicare a prospectului, acesta trebuie publicat cel puţin într-un ziar de informare generală sau într-un ziar financiar cu difuzare naţională sau supra-regională. În cazul în care consideră că ziarul ales pentru publicare nu îndeplineşte aceste criterii autoritatea competentă este ţinută să specifice un ziar care, în opinia sa, este adecvat pentru publicare, ţinând seama, în special, de acoperirea geografică, numărul de locuitori şi obiceiurile privind lectura din fiecare stat membru.

Potrivit dispoziţiilor art. 20 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, orice material publicitar referitor la ofertă trebuie să includă următorul **avertisment** „Citiţi prospectul înainte de a subscrie", într-un mod care să asigure observarea sa imediată.

---

[1] Aceste modalităţi au fost prezentate supra, în capitolul V al acestui titlu.

În situația materialelor publicitare transmise prin mijloace audiovizuale acest avertisment trebuie menționat cel puțin verbal.

Secțiunea a 6-a. Autorizarea ofertei publice de vânzare

Conform art. 188. alin. (1) din Legea nr. 297/2004, C.N.V.M. se va pronunța în privința aprobării prospectului de ofertă, în termen de 10 zile lucrătoare de la înregistrarea cererii. Acest termen va putea fi extins la 20 de zile lucrătoare, dacă valorile mobiliare sunt emise de un emitent care solicită pentru prima dată admiterea la tranzacționare pe o piață reglementată sau care nu a mai oferit public valori mobiliare. Orice cerere de informații suplimentare sau de modificare a celor prezentate inițial în cadrul prospectului, inițiată de către C.N.V.M. sau de către ofertant, va întrerupe aceste termene, care vor începe să curgă din nou de la data furnizării respectivei informații sau modificări.

Aprobarea sau respingerea prospectului de ofertă publică de vânzare se realizează prin intermediul actului administrativ individual numit **decizie**, ce poate fi atacat în contencios administrativ de orice persoană vătămată, potrivit dispozițiilor Legii nr. 554/2004, cu parcurgerea obligatorie a procedurii grațioase, reglementate de art. 7 din Legea contenciosului administrativ.

Potrivit dispozițiilor art. 26 alin.(1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, C.N.V.M. **publică anual** pe website-ul propriu toate **prospectele aprobate** în perioada de 12 luni anterioară sau cel puțin lista acestora, asigurându-se legătura electronică cu website-ul emitentului/ofertantului (dacă este altul decât emitentul) sau al pieței reglementate dacă acestea au fost publicate pe respectivele website-uri.

Procedura aprobării tacite, reglementată de O.U.G. nr. 27/2003[1] aprobată prin Legea nr. 486/2003 **nu este aplicabilă** în situația în care C.N.V.M. nu se pronunță în termen de 10 zile, respectiv 20 de zile în cazul ofertei publice inițiale, de la data depunerii cererii de aprobare a prospectului.

Oferta va putea fi **inițiată** după cel puțin șase zile lucrătoare de la data publicării anunțului de ofertă. Anunțul de ofertă se poate publica imediat ce autoritatea administrativă a aprobat prospectul de ofertă publică de vânzare. Norma din cadrul art. 30 a Regulamentului nr. 1/2006, referitoare la intervalul de minim șase zile lucrătoare între momentul publicării anunțului și cel al inițierii ofertei, are un **caracter de recomandare**, în cazul încălcării ei fiind necesară dovedirea vătămării de către persoana care atacă cu acțiune în nulitate actul juridic al ofertei publice de vânzare. Scopul acestei norme juridice constă în respectarea dreptului la informare al investitorilor în legătură cu operațiunea juridică a ofertei publice de vânzare.

---

[1] M.Of. nr. 291 din 25 aprilie 2003.

Secţiunea a 7-a. Derularea ofertei publice

7.1. Modificarea informaţiilor din prospect. Condiţii privind revocabilitatea subscrierilor

În practică există situaţii în care preţul acţiunilor ce fac obiectul ofertei publice de vânzare sau numărul acestora nu pot fi determinate la momentul redactării prospectului de ofertă, întrucât depind de factori aleatorii (spre exemplu, acţionarul care iniţiază o ofertă publică secundară urmează să mai dobândească ca urmare a efectelor unei hotărâri judecătoreşti un anumit număr de acţiuni ale aceluiaşi emitent, însă la data aprobării prospectului nu deţine aceste titluri în patrimoniu).

Conform art. 189 alin. (1) din Legea nr. 297/2004, în situaţia în care preţul şi numărul valorilor mobiliare oferite publicului nu pot fi incluse în cadrul prospectului, la data aprobării acestuia, prospectul va conţine:

a) criteriile şi/sau condiţiile pe baza cărora preţul şi numărul valorilor mobiliare oferite publicului vor fi determinate, iar în cazul preţului, şi valoarea maximă a acestuia, sau

b) posibilitatea retragerii subscrierilor realizate în cel puţin 2 zile lucrătoare de la data când preţul final şi numărul valorilor mobiliare oferite au fost înregistrate la C.N.V.M. şi publicate conform dispoziţiilor legale

În principiu, subscrierile efectuate în cadrul unei oferte publice de vânzare sunt **irevocabile**, după cum acceptarea unei oferte este irevocabilă din momentul în care aceasta a ajuns la cunoştinţa ofertantului.

În anumite condiţii, prezentate mai jos, este recunoscut investitorilor acceptanţi ai ofertei **dreptul la retragerea subscrierilor**. În cazul în care prospectul face obiectul unui **amendament**, subscrierile pot fi retrase în termen de maximum **trei zile lucrătoare** de la data publicării respectivului amendament la prospectul de ofertă.

Conform art. 32 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, în cazul în care informaţiile privind **preţul şi numărul valorilor mobiliare** oferite publicului **nu au fost incluse în cadrul prospectului,** anunţul publicitar care va cuprinde aceste informaţii este transmis la C.N.V.M. la data publicării sale, care va fi anterioară cu cel puţin două zile lucrătoare datei de închidere a ofertei. Într-o asemenea situaţie, subscrierile pot fi **retrase** în termen de **maximum trei zile lucrătoare** de la data la care preţul şi numărul valorilor mobiliare oferite au fost făcute publice.

Retragerea subscrierii de către un investitor se face prin **notificare scrisă** către intermediarul ofertei publice.

7.2. Aspecte specifice privind intermediarul ofertelor publice de vânzare de valori mobiliare.

Conform dispoziţiilor art. 28 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, distribuirea către public a valorilor mobiliare ce fac obiectul ofertei publice este făcută prin intermediar sau/şi printr-un grup de distribuţie. Această normă legală impune **obligativitatea derulării oricărei oferte publice prin mijlocirea unui intermediar autorizat.**

De altfel, plata contravalorii acțiunilor subscrise se realizează în contul intermediarului autorizat și nu direct în contul ofertantului, acest aspect fiind menționat în mod obligatoriu în prospectul de ofertă.

În cazul intermedierii ofertei de către mai mulți intermediari se depun la C.N.V.M. contractele încheiate între ofertant, intermediar și grupul de distribuție, dacă este cazul.

Metoda de intermediere, prin care se realizează oferta publică de vânzare, precum și posibilitatea închiderii anticipate trebuie precizată în mod explicit în cadrul prospectului de ofertă.

În cazul în care prețul nu este determinat, ci doar este determinabil, conform criteriilor și/sau condițiilor prezentate în prospect și este exercitat integral dreptul de retragere al subscrierilor, acestea sunt considerate efectuate la prețul notificat prin intermediul amendamentului la prospect, iar intermediarul sau grupul de distribuție (dacă este cazul) este obligat să **returneze** investitorilor **diferența** între valoarea achitată la momentul subscrierii și cea a valorilor mobiliare alocate acestora, în maximum cinci zile lucrătoare de la închiderea ofertei sau, după caz, de la data revocării subscrierii. În același termen vor fi returnate și sumele reprezentând contravaloarea subscrierilor retrase integral.

Potrivit obligației privind acordarea de tratament egal tuturor investitorilor, intermediarii implicați într-o ofertă publică de vânzare sunt obligați ca pe întreaga perioadă de desfășurare a ofertei **să accepte** și să înregistreze **toate cererile de cumpărare** ale investitorilor cărora le este adresată oferta, fără nicio excepție sau preferință. Din această perspectivă, nu vor avea prioritate la înregistrarea cererilor de subscriere clienții mai vechi ai intermediarilor sau persoanele care realizează subscrieri având o valoare mai ridicată.

7.3. Finalizarea ofertei publice de vânzare

În cazul unei oferte publice de vânzare de **obligațiuni convertibile**, subscriitorii prospectului de ofertă, deținători de obligațiuni, pot să își exercite **dreptul de opțiune** la conversia în acțiuni ale emitentului, prin depunerea unei cereri în acest sens la un intermediar care o transmite consiliului de administrație al emitentului.

În cazul în care nu se optează pentru conversie, deținătorul își păstrează toate **drepturile aferente obligațiunilor**.

Alocarea valorilor mobiliare subscrise în cadrul ofertei publice, în caz de suprasubscriere a ofertei, respectiv a existenței unor subscrieri vizând un număr mai mare de valori mobiliare decât cele oferite la vânzare, se realizează conform **criteriilor precizate în prospectul de ofertă**. Cea mai uzitată metodă de alocare este *pro rata*. Alocarea *pro rata* se face prin raportare la numărul total de valori mobiliare ce fac obiectul ofertei publice, stabilindu-se procentul din acest număr total de acțiuni la care are dreptul fiecare acționar ce a subscris în majorarea de capital. În funcție de acest procent, fiecare acționar care a subscris va primi acțiunile nou emise ce i se cuvin. O altă metodă de alocare ar putea fi FIFO (*first in first out*), respectiv alocarea valorilor mobiliare obiect al ofertei în ordinea cronologică a subscrierilor. Apreciem că folosirea unei astfel de metode, chiar menționate în prospectul de ofertă, ar încălca principiul egalității în drepturi a investitorilor. Pe de altă parte, metoda FIFO ar reduce încrederea investitorilor în respectiva ofertă publică. De altfel, toate ofertele publice iniţiale din România au conţinut în prospectul de emisiune drept criteriu de alocare metoda *pro rata*.

Oferta se consideră **închisă la data expirării perioadei de derulare** prevăzută în anunţul şi prospectul de ofertă, sau la data închiderii anticipate conform prevederilor din prospect.

Ofertantul trebuie să **notifice** C.N.V.M. şi operatorului pieţei reglementate sau al sistemului alternativ de tranzacţionare rezultatele ofertei publice în termen de maximum cinci zile lucrătoare de la data închiderii acesteia. C.N.V.M. urmează a confirma primirea notificării în termen de maximum 10 zile lucrătoare.

După încheierea ofertei publice şi realizarea operaţiunilor de decontare şi ulterior obţinerii avizului C.N.V.M., în cazul emisiunii de acţiuni, prospectul de ofertă publică primară de vânzare şi notificarea privind rezultatele ofertei publice se depun la **registrul comerţului**, în vederea înregistrării modificării de capital social.

După înregistrarea majorării de capital social la registrul comerţului, emitentul va transmite certificatul de menţiuni către C.N.V.M. în vederea obţinerii de la autoritatea pieţei de capital a **certificatului de înregistrare a valorilor mobiliare**. Numai după înregistrarea noilor valori mobiliare la C.N.V.M. acestea vor putea fi înregistrate în sistemul depozitarului central şi transferate în conturile individuale ale investitorilor acceptanţi ai ofertei publice de vânzare.

Apreciem că procedura existentă în legislaţia în vigoare este extrem de complicată şi excesiv de birocratică, fiind necesare multiple avize din partea autorităţii administrative, practic pentru aceleaşi operaţiuni. Din această cauză, din momentul realizării subscrierii de către investitori şi până la data când valorile mobiliare obiect al ofertei sunt libere la tranzacţionare se scurge o **perioadă foarte îndelungată** în raport de cerinţele de celeritate care guvernează pieţele financiare. O metodă de evitare a blocării pe termen lung a resurselor financiare a investitorilor a fost introdusă, pe o cale discutabilă din punct de vedere legal, în Codul Bursei de Valori Bucureşti-operator de piaţă odată cu implementarea instituţiei juridice a **drepturilor de alocare**, instrument financiar *sui generis* constând în dreptul subscriitorilor unei oferte publice de vânzare de a dobândi integral sau parţial, în cazul suprasubscrierii, valorile mobiliare subscrise. Acest instrument financiar este tranzacţionat pe piaţa de capital imediat după închiderea ofertei, anterior înregistrării majorării de capital la registrul comerţului şi la C.N.V.M.

7.4. Drepturile de alocare

Comisia Naţională a Valorilor Mobiliare a emis **Avizul nr. 53** din 30.10.2007[1], act administrativ individual, după cum se arată în chiar cuprinsul său, în cadrul căruia a realizat o definire şi o prezentare a elementelor caracteristice ale valorii mobiliare numite „**drept de alocare**".

Potrivit art. 1 alin. (1) din acest Aviz, **drepturile de alocare** sunt **valori mobiliare negociabile, emise pe termen scurt**, care certifică dreptul deţinătorului acestuia de a primi o acţiune care îi va fi atribuită la momentul înregistrării la S.C.

---

[1] Publicat în Buletinul C.N.V.M. nr. 44/2007.

Depozitarul Central S.A. Bucureşti a majorării capitalului social. Mai departe, actul administrativ individual arată că „drepturile de alocare pot fi emise în cazul ofertelor publice primare iniţiale de vânzare în vederea admiterii acţiunilor pe o piaţă reglementată şi în condiţiile în care respectivele acţiuni nu sunt tranzacţionate pe nicio altă piaţă."

Dispoziţiile avizului prevăd că în cadrul prospectului de ofertă publică primară iniţială de vânzare trebuie cuprinse şi informaţii privind situaţia financiară a emitentului, precum şi informaţii privind drepturile de alocare, drepturile şi obligaţiile investitorilor care deţin aceste instrumente financiare şi riscurile aferente tranzacţionării drepturilor de alocare.

Drepturile de alocare sunt emise ataşat acţiunilor şi revin, ulterior închiderii perioadei de derulare a ofertei publice iniţiale primare de vânzare, persoanelor care au subscris şi plătit integral acţiuni în cadrul perioadei de exercitare a dreptului de preferinţă, precum şi în cadrul ofertei publice de vânzare.

Numărul drepturilor de alocare este egal cu numărul de acţiuni nou emise, subscrise şi plătite integral în cadrul perioadei de exercitare a dreptului de preferinţă şi în cadrul ofertei publice de vânzare. Raportul de alocare va fi de 1 acţiune la 1 drept de alocare.

Tranzacţionarea drepturilor se realizează, potrivit art. 183 din Titlul III al Codului B.V.B. - operator de piaţă, în cadrul unei pieţe de tip *order driven*, **cu cotaţii ferme**. În privinţa drepturilor de alocare, data maturităţii acestora (a expirării valabilităţii lor) se va împlini după scurgerea unui termen de 2 zile lucrătoare ulterioare primirii de către B.V.B. a notificării Depozitarului Central referitoare la primirea de la emitent a documentaţiei complete privind operaţiunea de majorare a capitalului social. B.V.B. va comunica data maturităţii prin sistemul propriu cu cel puţin o zi lucrătoare în avans.

Pentru tranzacţionarea drepturilor de preferinţă **nu se impun limite de variaţie a preţului** şi valori minime pentru ordinele de bursă. În cazul drepturilor de alocare se vor aplica dispoziţiile Anexei nr. 7 a Codului B.V.B. - operator de piaţă, referitoare la limita de variaţie a preţului. Având în vedere această dispoziţie normativă, precum şi art. 3 din Avizul C.N.V.M. nr. 53/2007, rezultă că drepturile de alocare, putând fi tranzacţionate doar pe o piaţă reglementată, de tip *order driven*, sunt supuse aceloraşi reguli ca orice alte valori mobiliare tranzacţionate pe piaţa principală a B.V.B., cu excepţia posibilităţii de a fi obiectul unor tranzacţii deal, întrucât Piaţa deal este o piaţă de negociere şi nu de tip *order driven*. Astfel, variaţia maximă zilnică admisă pentru drepturile de alocare este de +/-15%. Blocul de tranzacţionare pentru drepturi este de o unitate.

Secţiunea a 8-a. Activităţile de solicitare a intenţiei de investiţie

Potrivit art. 37 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, o persoană care intenţionează să evalueze succesul unei viitoare oferte publice de vânzare trebuie să solicite C.N.V.M. **aprobarea unui prospect preliminar**, în vederea difuzării către un număr determinat de persoane.

Prospectul preliminar trebuie să conţină pe prima pagină, evidenţiată în culoarea roşie, următoarea **menţiune**: „Informaţiile cuprinse în acest document pot suferi completări sau modificări. Prezentul prospect preliminar nu produce efecte juridice pentru părţi."

C.N.V.M. este obligată să se pronunţe în privinţa aprobării prospectului preliminar, în **termen de maximum 10 zile lucrătoare** de la înregistrarea cererii.

Având în vedere nivelul pieţei de capital din România, numărul investitorilor activi şi lichiditatea medie a pieţei activităţile de solicitare a intenţiei de investiţie **nu reprezintă un mecanism care să aibă aplicabilitate practică** în prezent. Costurile relativ ridicate pentru ofertantul care solicită aprobarea unui prospect de ofertă, raportate la rezultatele eventuale, a determinat ca această instituţie specifică să fie conturată până în momentul de faţă numai pe plan teoretic. Nu trebuie omis faptul că în perioada cea mai fructuoasă pentru piaţa de capital din România, intervalul 2004-2007, au existat extrem de puţine oferte publice iniţiale. Acest fenomen s-a manifestat cu toate că circumstanţele unor noi admiteri la tranzacţionare erau absolut favorabile, încrederea investitorilor şi dorinţa lor de plasamente în noi instrumente financiare, nu neapărat sofisticate, atingând cote maxime. În aceste condiţii, o solicitare a intenţiei de investiţie era superfluă, întrucât era de la sine înţeles că ofertele publice iniţiale vor avea succes.

Secţiunea a 9-a. Reguli speciale privind derularea ofertelor publice de vânzare în cadrul procesului de privatizare

În cazul privatizării societăţilor comerciale cu capital integral sau majoritar de stat legislaţia specifică privatizării conţine o serie de norme specifice referitoare la **aplicarea metodei ofertei publice de vânzare** la transferul din proprietate publică în proprietate privată a unor pachete de acţiuni.

Din perspectiva normelor juridice ale privatizării, art. 16 din Norma metodologică de aplicare a Ordonanţei de urgenţă a Guvernului nr. 88/1997 privind privatizarea societăţilor comerciale, cu modificările şi completările ulterioare, şi a Legii nr. 137/2002 privind unele măsuri pentru accelerarea privatizării, aprobată prin H.G. nr. 577/2002[1] oferta publică de vânzare este **definită** drept **propunerea formulată de instituţia publică implicată**, printr-un prospect de ofertă publică, de a vinde acţiunile deţinute la o societate comercială, **adresată publicului larg**, cu condiţia posibilităţii egale de receptare din partea a minimum 100 de persoane nedeterminate.

Dispoziţiile art. 6 alin. (3) din Legea nr. 137/2002 privind unele măsuri pentru accelerarea privatizării[2] arată că, în situaţia în care instituţia publică implicată decide vânzarea acţiunilor prin ofertă publică ori prin metode specifice pieţei de capital, la bursele de valori sau pe alte pieţe organizate, interne ori internaţionale, **documentul de ofertă** se va întocmi în conformitate cu reglementările legale în vigoare pentru piaţa de capital.

Instituţia publică implicată este ţinută să obţină **autorizaţia prealabilă** pentru oferta publică de vânzare de la Comisia Naţională a Valorilor Mobiliare, pe baza prospectului întocmit cu respectarea normelor şi a instrucţiunilor acesteia.

---

[1] M.Of. nr. 434 din 21 iunie 2002.

[2] M.Of. nr. 215 din 28 martie 2002.

Prospectul de ofertă publică trebuie să conţină pe lângă menţiunile obligatorii ce rezultă din legislaţia pieţei de capital şi **obligaţiile şi răspunderile de mediu** stabilite prin avizul de mediu, pe baza informaţiilor cuprinse în bilanţul de mediu acceptat de autoritatea de mediu competentă.

În prospect vor fi cuprinse şi informaţii privitoare la **disponibilizările de personal.**

Oferta publică de vânzare în cadrul procesului de privatizare este valabilă **cel puţin 30 de zile** şi cel mult 180 de zile de la data publicării ei.

Pe întregul parcurs al derulării ofertei publice de vânzare societatea comercială nu poate modifica valoarea nominală, numărul şi toate caracteristicile acţiunilor oferite.

Acceptarea ofertei publice de vânzare de către investitori **este necondiţionată** şi devine irevocabilă în condiţiile prevăzute de normele Comisiei Naţionale a Valorilor Mobiliare.

Oferta publică de vânzare se **derulează prin intermediul unei societăţi de servicii de investiţii financiare selectate prin licitaţie,** în condiţiile stabilite de instituţia publică implicată.

Secţiunea a 10-a. Ofertele publice transfrontaliere

10.1. *Passportingul* – oferta publică/admiterea la tranzacţionare fără obligaţia aprobării unui prospect

În conformitate cu dispoziţiile art. 17 alin. (1) din Directiva 2003/71/CE, în cazul în care se prevede o ofertă publică sau o admitere la tranzacţionarea pe o piaţă reglementată în unul sau mai multe state membre ori într-un stat membru, altul decât statul membru de origine, prospectul aprobat de statul membru de origine, precum şi orice supliment eventual, este valabil în sensul ofertei publice sau a unei admiteri la tranzacţionarea în alte state membre gazdă, cu condiţia ca autoritatea competentă a fiecărui stat membru gazdă să fie notificată de către autoritatea competentă din statul de origine în legătură cu îndeplinirea cerinţelor legale comunitare de către ofertant.

Această metodă de admiterea la tranzacţionare pe o piaţă dintr-un stat membru al Uniunii Europene a unor valori mobiliare admise anterior pe o altă piaţă dintr-un stat membru poartă denumirea uzuală de „*passporting*”[1].

Având în vedere această normă din legislaţia Uniunii Europene, prevederile art. 49 alin. (1) ale Regulamentului C.N.V.M. nr. 1/2006, astfel cum au fost modificate prin Regulamentul C.N.V.M. nr. 31/2006, stipulează că, într-o asemenea ipoteză, **nu va mai fi necesară aprobarea** sau iniţierea unei proceduri suplimentare referitoare la aprobarea **prospectului.**

Emitentul sau persoana responsabilă pentru întocmirea prospectului sunt obligaţi să solicite autorităţii competente a statului membru de origine ca, în termen de trei zile lucrătoare ulterioare respectivei cereri sau, dacă cererea este transmisă împreună cu prospectul supus aprobării, în termen de o zi lucrătoare de la data aprobării prospectului **să furnizeze C.N.V.M. un certificat care să ateste aprobarea prospectului** şi faptul că acesta a fost întocmit în conformitate cu prevederile legislaţiei comunitare, precum şi o copie a prospectului. În cazurile incidente, această notificare este însoţită de o traducere a rezumatului realizată pe responsabilitatea emitentului sau a persoanei responsabilă de întocmirea prospectului. Această procedură este aplicabilă şi în cazul oricărui amendament la prospectul de ofertă.

---

[1] În România prin utilizarea acestei metode au fost admise la tranzacţionare pe piaţa reglementată operată de Bursa de Valori Bucureşti acţiunile emise de Erste Group Bank AG, admise anterior la tranzacţionare pe bursele din Viena şi Praga (http://www.businessmagazin.ro/articole-externe/link.html?6506;2364472).

Aceeaşi procedură este aplicabilă şi în ipoteza în care **C.N.V.M. este autoritatea competentă** din statul de **origine**.

Într-o astfel de situaţie, certificatul care atestă aprobarea prospectului, transmis de către C.N.V.M. autorităţii competente din statul membru gazdă trebuie să cuprindă şi **motivarea** aplicării normelor legale, considerate de autoritatea pieţei de capital din România ca fiind incidente.

10.2. Competenţa de aprobare în cazul ofertelor publice de vânzare transfrontaliere

În cazul emitenţilor de valori mobiliare pentru care România este stat membru de origine, niciun prospect nu poate fi publicat înainte ca acesta să fie **aprobat de către C.N.V.M.**

Autoritatea pieţei de capital din România poate **transfera competenţa de aprobare** a unui prospect către o autoritate din alt stat membru, în baza unui acord cu respectiva autoritate. Acest transfer trebuie notificat emitentului, ofertantului sau persoanei care solicită admiterea la tranzacţionare pe o piaţă reglementată în termen de 3 zile de la data la care C.N.V.M. ia această decizie. Termenul în care, potrivit reglementărilor în vigoare, trebuie dat un răspuns cu privire la aprobarea prospectului, curge de la data notificării.

10.3. Limba în care este redactat prospectul unei oferte publice transfrontaliere

În cazul în care un emitent de valori mobiliare pentru care România este stat membru de origine intenţionează efectuarea unei oferte publice de vânzare/solicită admiterea la tranzacţionare pe o piaţă reglementată din unul sau mai multe state membre, dar nu şi în România, **prospectul** este întocmit fie într-o **limbă acceptată de autorităţile competente ale respectivelor state membre**, fie într-o limbă de largă circulaţie în domeniul financiar internaţional, în conformitate cu alegerea emitentului, ofertantului sau persoanei care solicită admiterea, dacă este cazul.

Autoritatea competentă din fiecare stat membru gazdă va putea să solicite ca **rezumatul să fie tradus în limba/limbile sale oficiale**.

În scopul aprobării de către C.N.V.M., **prospectul va fi întocmit fie în limba română**, fie într-o **limbă de largă circulaţie în domeniul financiar internaţional**, în conformitate cu alegerea emitentului, ofertantului sau persoanei care solicită admiterea, dacă este cazul.

În cazul în care un emitent de valori mobiliare pentru care România este stat membru de origine intenţionează efectuarea unei oferte publice de vânzare/solicită admiterea la tranzacţionare pe o piaţă reglementată din România şi din unul sau mai multe state membre, prospectul de ofertă este întocmit în **limba română** şi, la cerere, într-o limbă acceptată de C.N.V.M. şi, de asemenea, trebuie să fie făcut disponibil fie într-o limbă acceptată de autorităţile competente din fiecare stat membru gazdă, fie într-o limbă de largă circulaţie în domeniul financiar internaţional, în conformitate cu alegerea făcută de către emitent, ofertant sau persoana care solicită admiterea la tranzacţionare, dacă este cazul.

10.4. Constatarea nerespectării dispoziţiilor legale cu ocazia ofertelor publice transfrontaliere

În situaţia în care C.N.V.M. constată, în legătură cu un emitent pentru care România este stat membru gazdă, că acesta sau firma de investiţii care intermediază oferta publică au comis iregularităţi sau că au fost încălcate obligaţiile pe care le are emitentul ca urmare a faptului că valorile mobiliare sunt admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată, **va informa** în acest sens **autoritatea competentă din statul membru de origine** al emitentului.

Dacă, în urma măsurilor adoptate de autoritatea competentă din statul membru de origine sau pentru că acestea s-au dovedit a fi **inadecvate**, emitentul sau firma de investiţii care intermediază oferta continuă să încalce prevederile legale sau ale regulamentelor incidente, C.N.V.M. va informa în acest sens autoritatea competentă din statul membru de origine şi va adopta ulterior măsurile necesare în vederea protecţiei investitorilor. C.N.V.M. **va informa Comisia Europeană** cu privire la aceste măsuri, cât mai curând posibil.

10.5. Cooperarea între autorităţile administrative competente

Potrivit dispoziţiilor art. 52 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, care transpun prevederile art. 22 din Directiva 2003/73/CE, C.N.V.M. este ţinută **să coopereze şi să acorde asistenţă autorităţilor competente din statele membre** în vederea ducerii la îndeplinire a obligaţiilor şi a exercitării puterilor ce le revin potrivit prevederilor legale, în următoarele **situaţii**, fără a se limita la acestea:

a) când emitentul se află sub supravegherea C.N.V.M., precum şi a altor autorităţi competente din unul sau mai multe state membre, întrucât a emis valori mobiliare de diferite clase;

b) când este necesară suspendarea sau retragerea de la tranzacţionare (oprirea de la tranzacţionare) a unor valori mobiliare admise pe o piaţă reglementată din România şi pe una sau mai multe pieţe reglementate din statele membre;

c) în cazul aprobării unui prospect de ofertă, în situaţia în care un emitent înregistrat în România are valori mobiliare admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată dintr-un stat membru sau în situaţia în care un emitent înregistrat într-un stat membru are valori mobiliare admise la tranzacţionare pe o piaţă din România.

În cazul suspendării sau pentru a solicita suspendarea de la tranzacţionare pe o piaţă reglementată, C.N.V.M. se poate **consulta cu operatorul/operatorii pieţei/pieţelor reglementate** pe care se tranzacţionează valorile mobiliare emise de un emitent cu sediul în România.

Capitolul VII. Oferta publică de cumpărare

Consideraţii introductive

Oferta publică de cumpărare reprezintă o instituţie juridică care vizează încheierea unor acte translative de proprietate cu privire la acţiuni emise de societăţile comerciale admise la tranzacţionare pe o piaţă de capital ale cărei mecanisme de tranzacţionare întrunesc condiţiile unei pieţe reglementate, astfel cum este aceasta definită în cadrul art. 4 din Directiva 2004/39/CE. În cazul titlurilor emise de societăţile admise la tranzacţionare într-un sistem multifuncţional de tranzacţionare sunt incidente numai dispoziţiile referitoare la oferta voluntară de cumpărare.

Încheierea contractelor de vânzare-cumpărare de acţiuni ca urmare a efectuării unei oferte publice de cumpărare se abate de la principiul libertăţii contractuale, după cum şi încheierea contractelor de vânzare-cumpărare de acţiuni ca urmare a derulării unei oferte publice de vânzare derogă de la acest principiu. Această abatere este mult mai accentuată în cazul ofertelor publice obligatorii de preluare şi în situaţia derulării procedurii de retragere obligatorie din societate (ca urmare a exercitării dreptului de *squeeze out* dreptul de excludere), a acţionarilor minoritari iniţiată de către acţionarul majoritar care îndeplineşte anumite condiţii imperativ prescrise de normele juridice incidente.

Ofertele publice de cumpărare sunt considerate de legislaţia specifică a pieţei de capital drept operaţiuni de piaţă, formând, alături de ofertele publice de vânzare, obiectul normativ al Titlului V din Legea nr. 297/2004.

Secţiunea 1. Noţiunea, caractere juridice şi condiţii generale ale ofertei publice de cumpărare

1.1. Noţiunea de ofertă publică. Definiţia ofertei publice de cumpărare

Definiţia legală a instituţiei juridice a ofertei publice de valori mobiliare este cuprinsă în textul art. 2 alin.(1) pct. 18 din Legea pieţei de capital, care transpune dispoziţiile art. 2 alin. (1) lit. d) din Directiva Parlamentului European şi a Consiliului nr. 2003/71/CE[1] privind prospectul care trebuie publicat în cazul unei oferte publice de valori mobiliare sau pentru admiterea valorilor mobiliare la tranzacţionare şi de modificare a Directivei 2001/34/CE, intitulată şi „Directiva prospectului" („Prospectus Directive"): **ofertă publică de valori mobiliare** – înseamnă comunicarea adresată unor persoane, făcută sub orice formă şi prin orice mijloace, care prezintă informaţii suficiente despre termenii ofertei şi despre valorile mobiliare oferite, astfel încât să permită investitorului să adopte o decizie cu privire la vânzarea, cumpărarea sau subscrierea respectivelor valori mobiliare. Această definiţie se va aplica, de asemenea, şi în situaţia plasamentului de valori mobiliare prin intermediari financiari.

Oferta publică reprezintă, în mod indubitabil, o **ofertă de a contracta**, manifestare de voinţă neechivocă a persoanei care îşi exprimă astfel dorinţa de a intra în raporturi juridice, având drept obiect vânzarea-cumpărarea de valori mobiliare, cu persoanele cărora le este adresată oferta.

---

[1] J.O. nr. L 345, 31.12.2003.

În doctrina franceză[1] s-a considerat oferta publică de valori mobiliare reprezintă **propunerea de a contracta**, care este în mod normal fermă, irevocabilă, din partea autorului său, întrucât, dacă este acceptată de deţinătorii de titluri sau de investitori, cumpărarea, respectiv vânzarea este în mod definitiv perfectată.

În „Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA 2000)", actul normativ central al legislaţiei pieţei de capital din Marea Britanie, oferta publică de valori mobiliare este definită extrem de schematic în cadrul art. 1 al Anexei 11, drept o **ofertă adresată persoanelor rezidente în Marea Britanie**, care nu are caracterul unei oferte exceptate. Orice ofertă adresată unui segment al publicului, incluzând, spre exemplu, acţionarii sau deţinătorii de obligaţiuni ai unei corporaţii, clienţii persoanei care iniţiază oferta (în cazul în care, spre exemplu, ofertantul este reprezentat de o bancă de investiţii care a subscris o întreagă emisiune de valori mobiliare), este privită drept o ofertă publică de FSMA 2000.

Oferta publică de cumpărare este definită în legislaţia română în cadrul art. 193 alin. (1) din Legea nr. 297/2004 privind piaţa de capital. Potrivit acestui text legal, oferta publică de cumpărare reprezintă oferta unei persoane de a cumpăra valori mobiliare, adresată tuturor deţinătorilor acestora, difuzată prin mijloace de informare în masă sau comunicată pe alte căi, dar sub condiţia posibilităţii egale de receptare din partea deţinătorilor respectivelor valori mobiliare.

Norma internă transpune dispoziţiile art. 2 alin. (1) lit. a) din Directiva 2004/25/CE[2], potrivit căreia oferta publică de cumpărare reprezintă „o ofertă publică (cu excepţia unei oferte făcute de însăşi societatea în cauză) adresată deţinătorilor de valori mobiliare ale unei societăţi pentru achiziţionarea tuturor acestor valori mobiliare sau a unei părţi dintre ele, indiferent dacă oferta este obligatorie sau voluntară, cu condiţia să urmărească sau să aibă ca obiectiv preluarea controlului societăţii în cauză în conformitate cu legislaţia internă."

1.2. Categoriile ofertei publice de cumpărare

Ofertele publice de cumpărare pot îmbrăca două forme principale, după **modul formării voinţei juridice de a contracta:**

- oferte publice de cumpărare voluntare;
- oferte publice de cumpărare obligatorii.

Ofertele publice de cumpărare pot fi clasificate în funcţie de obiectul lor, acestea putând viza **toate participaţiile** deţinătorilor de valori mobiliare cărora li se adresează sau numai **o parte** a acestora. Ofertele care vizează toate deţinerile emitentului se numesc **oferte publice de preluare**, indiferent dacă sunt voluntare sau obligatorii. Ofertele publice obligatorii vizează în mod necesar toate participaţiile deţinute de acţionarii cărora li se adresează.

În cazul ofertelor publice de cumpărare voluntare **iniţiativa** încheierii unor rapoarte juridice cu deţinătorii de titluri obiect al ofertei **aparţine ofertantului**, a căruia voinţă liberă şi neviciată stă la baza naşterii actului juridic unilateral al ofertei publice.

---

[1] *T. Bonneau, F. Drumond*, Droit des marches financiers, Deuxieme edition, Ed. Economica, Paris, 2002, p. 581.

[2] Publicată în J.O. nr. L 142/2004.

În cazul ofertelor publice obligatorii de cumpărare, este abolită posibilitatea de manifestare a voinței juridice a persoanelor care îndeplinesc anumite condiții legale ce atrag în sarcina acestora obligația de a intra în raporturi juridice cu toți ceilalți deținători ai titlurilor obiect al ofertei. Raporturile juridice se vor naște numai în baza voinței juridice a vânzătorilor-acceptanți, **voința ofertantului rezultând *ex lege***. În fapt, avem de-a face cu o prezumție *iuris et de iure* a existenței consimțământului ofertantului, element ce rezultă *ipso facto* din achiziția de titluri până la limita unui prag stabilit de norme legale imperative, dincolo de care se naște obligația de a iniția oferta publică obligatorie de preluare.

În cadrul ofertelor publice voluntare de cumpărare se înscrie și exercitarea dreptului de *squeeze out* (dreptul de excludere din societate), al cărei regim juridic este conținut în legislația română în cadrul art. 206 din Legea nr. 297/2004. În acest caz aparte, inițiativa încheierii contractelor de vânzare-cumpărare aparține acționarului majoritar-ofertant, care îndeplinește cerințele legale, și anume:

- a derulat o ofertă publică de preluare;
- deține acțiuni reprezentând mai mult de 95% din capitalul social sau a achiziționat, în cadrul ofertei publice de cumpărare adresată tuturor acționarilor și pentru toate deținerile acestora, acțiuni reprezentând mai mult de 90% din cele vizate în cadrul ofertei.

În această ipoteză a exercitării dreptului de excludere de către acționarul majoritar suntem în prezența suplinirii consimțământului acționarilor minoritari vânzători printr-o normă legală imperativă, conținută în art. 74 alin. (8) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006.

1.3. Aria de incidență a textelor legale privind ofertele de cumpărare

Prevederile legislației comunitare stabilesc cu mai multă precizie sfera de acțiune a normelor privind ofertele publice de cumpărare **excluzând** din cadrul acestora operațiunile de răscumpărare a propriilor acțiuni și **incluzând** atât ofertele publice voluntare de cumpărare, cât și pe cele obligatorii de preluare.

Ofertele de cumpărare sunt reglementate de legiuitor în ipoteza în care emitentul este admis la tranzacționare pe o piață reglementată

Este de subliniat faptul că, *de lege lata*, numai ofertele publice de cumpărare voluntare derulate în cadrul unui sistem alternativ de tranzacționare sunt supuse unor norme legale cu caracter imperativ, iar nu și ofertele publice de preluare obligatorii. În cazul emitenților tranzacționați într-un sistem alternativ de tranzacționare, nu există dispoziții care să fie conținute în legislația primară sau secundară a pieței de capital cu privire la ofertele publice obligatorii de preluare. Cu toate acestea, operatorul de sistem Bursa de Valori București a stabilit în art. 17 din Titlul II al Codului ATS-CAN incidența normelor din Legea nr. 297/2004 și din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006 privind ofertele publice obligatorii de preluare și în cazul emitenților tranzacționați în cadrul acestui sistem alternativ de tranzacționare.

Este important de subliniat aspectul esențial potrivit căruia normele juridice ale Uniunii Europene, art. 1 alin. (1) din Directiva 2004/25/CE, indică fără echivoc aplicabilitatea regulilor referitoare la ofertele publice numai în privința acelor emitenți admiși la tranzacționare pe o **piață reglementată**.

Pe Piaţa Rasdaq din România, cu toate că nu are statutul juridic de piaţă reglementată, sunt aplicabile normele juridice privind oferta publică obligatorie de preluare.

În cadrul Avizului de interpretare nr. 21/17.05.2007[1], emis de către C.N.V.M., autoritatea pieţei de capital a arătat neechivoc faptul că „până la finalizarea restructurării pieţei Rasdaq", unei societăţi tranzacţionate pe Piaţa Rasdaq **„îi sunt incidente prevederile Secţiunii a 6-a** (art. 202-205) Ofertele publice de preluare obligatorii, Titlul V, Operaţiuni de piaţă, Capitolul I, Oferte publice din Legea nr. 297/2004 privind piaţa de capital, în cazul în care aceasta şi/sau persoanele cu care acţionează în mod concertat, depăşeşte 33% din drepturile de vot ale emitentului." În practică aşadar, îndeosebi în privinţa ofertelor de preluare obligatorii, autoritatea pieţei de capital din România a impus regula aplicării pentru **Piaţa Rasdaq,** vizată de prevederile art. 153 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006 de a se transforma într-un sistem alternativ de tranzacţionare, a **dispoziţiilor legale incidente pe o piaţă reglementată.**

Jurisprudenţa[2] a statuat, într-o decizie de speţă, **obligaţia unui acţionar majoritar** ce a depăşit un prag de deţinere de 33% din drepturile de vot ale unei societăţi emitente tranzacţionate pe Piaţa Rasdaq **de a iniţia o ofertă publică obligatorie de preluare** adresată tuturor celorlalţi deţinători de acţiuni ale emitentului şi pentru toate deţinerile acestora, în conformitate cu dispoziţiile art. 203 alin.(1) din Legea pieţei de capital.

Dispoziţiile legale privind ofertele publice de cumpărare **nu sunt incidente** în cazul ofertelor publice de cumpărare a valorilor mobile emise de societăţi al căror obiect este plasamentul colectiv al capitalurilor adunate de la populaţie, a căror funcţionare intră sub incidenţa principiului repartizării riscurilor şi ale căror părţi sunt, la cererea deţinătorilor, răscumpărate sau rambursate, direct sau indirect, contra activelor acestor societăţi. Sunt asimilate unor astfel de răscumpărări sau rambursări şi acţiunile respectivelor societăţi de a garanta că valoarea la bursă a părţilor deţinute de ele nu este semnificativ diferită de valoarea lor netă de inventar. Ca atare, **societăţile deschise sau închise de investiţii** nu vor fi ţinute la respectarea dispoziţiilor legale ce conturează cadrul juridic al ofertelor publice de cumpărare.

Ofertele de cumpărare a **valorilor mobiliare emise de băncile centrale** ale statelor membre ies de sub incidenţa prevederilor legislaţiei pieţei de capital. În „Preambulul" Directivei 2004/25/CE se arată că, din considerente istorice, titlurile anumitor bănci centrale sunt tranzacţionate pe piaţa de capital, argumentându-se că este firească excluderea acestora din sfera de aplicabilitate a legislaţiei privind ofertele publice de cumpărare datorită utilităţii publice ce o deţin.

Tot astfel, **răscumpărările propriilor acţiuni** ale emitentului, indiferent de motivul acestora, efectuate în condiţiile legii, nu pot fi asimilate ofertelor publice de cumpărare.

---

[1] Publicat în Buletinul electronic al C.N.V.M. nr. 20/2007, http://www.cnvmr.ro/pdf/buletinI/Buletin-20-2007.pdf.

[2] C.A. Ploieşti, dec. pronunţată în dosarul nr. 3976/120/2008, nepublicată.

1.4. Elementele caracteristice ale ofertei publice de cumpărare

Oferta publică de cumpărare reprezintă un **act juridic unilateral**, având toate caracteristicile ofertei de a contracta.

Orice ofertă publică de cumpărare este transpusă într-un **document de ofertă**, care trebuie autorizat de către C.N.V.M. şi publicat în vederea informării corecte, complete şi exacte a deţinătorilor de valori mobiliare cărora li se adresează cu privire la oferta publică respectivă

O ofertă publică de cumpărare se adresează în mod obligatoriu **tuturor deţinătorilor de valori mobiliare ale unui anumit emitent**. Oferta adresată numai anumitor deţinători ale valorilor mobiliare ale unui emitent nu reprezintă o ofertă publică.

Oferta adresată numai anumitor deţinători de valori mobiliare poate reprezenta un demers legal, dacă se realizează într-o formă ce nu este potrivnică normelor imperative ale legii, spre exemplu dacă este adresată prin mijlocirea unui intermediar autorizat unui deţinător de valori mobiliare în vederea încheierii unei tranzacţii pe Piaţa Deal. Pe de altă parte, o ofertă de cumpărare, ce nu îndeplineşte cerinţele legale pentru a avea natura unei oferte publice, poate reprezenta un **fapt ilicit**, fie pentru încălcarea dispoziţiilor imperative ce guvernează instituţia ofertei publice, fie pentru că se înscrie în sfera abuzului de piaţă.

Comunicarea ofertei publice de cumpărare este ţinută să asigure **posibilităţi egale de receptare** din partea deţinătorilor respectivelor valori mobiliare. Îndeplinirea acestei condiţii presupune în primul rând aducerea ofertei publice la cunoştinţa publicului prin intermediul mijloacelor de comunicare în masă.

În general, sunt două categorii de canale acceptate pentru transmiterea informaţiilor către investitori. Prima categorie se referă la sistemul de informare al investitorilor cu privire la comunicatele şi informaţiile difuzate de către emitentul instrumentelor financiare, ofertanţi, dar şi de entităţile pieţei, conform obligaţiilor legale de raportare. În această categorie intră buletinele oficiale ale statului de origine şi publicaţiile electronice sau pe suport material ale entităţilor pieţei (operatorul de piaţă, autoritatea de supraveghere etc.). În România, aceste **canale cu caracter oficial** constau în: Monitorul Oficial al României, Buletinul Comisiei Naţionale a Valorilor Mobiliare, website-urile operatorilor de piaţă, Bursa de Valori Bucureşti şi Bursa Monetar Financiară şi de Mărfuri Sibiu, website-ul societăţilor autorizate în calitate de depozitar central (în prezent doar SC Depozitarul Central SA). Informaţii relevante sunt diseminate prin intermediul mass-mediei, incluzând în această categorie toate formele presei scrise, audio şi video existente. Atunci când este vorba de comunicate sau anunţuri oficiale ale emitentului sau ale autorităţilor publicate în ziare de răspândire internaţională, naţională sau locală, în funcţie de cerinţele legale, suntem în prezenţa unui canal acceptat oficial de comunicare.

În cea de-a doua categorie intră alte canale de comunicare decât cele oficiale, respectiv toate acele **mijloace de comunicare către public prin care se transmit informaţii în afara unui cadru oficial** şi prin alte modalităţi decât cele oferite de mass-media. În această categorie se încadrează blogurile, forumurile şi alte website-uri aparţinând unor persoane, fizice sau juridice, care nu pot fi incluse în rândul celor oficiale (nu sunt emitenţi de instrumente financiare, entităţi sau autorităţi ale unei pieţe financiare) sau în sfera mass-mediei. Prin astfel de canale de comunicare sunt răspândite şi zvonurile.

Apreciem că, în cazul ofertelor publice, pentru a fi îndeplinită cerinţa stipulată în art. 193 alin. (1) teza ultimă, nu poate fi acceptat decât **canalele de comunicare cu caracter oficial.**

Oferta publică de cumpărare nu poate fi derulată decât prin mijlocirea unor **intermediari autorizaţi,** societăţi de servicii de investiţii financiare sau instituţii de credit autorizate de autoritatea competentă.

Oferta publică de vânzare se desfăşoară pe o **perioadă determinată** ce nu poate depăşi 50 de zile lucrătoare. Potrivit dispoziţiilor art. 7 din Directiva 2004/25/CE, perioada de acceptare a ofertei (perioada de valabilitate a ofertei) să nu poată fi nici mai scurtă de două săptămâni, nici mai lungă de zece săptămâni de la data publicării prospectului de ofertă.

Legislaţiile naţionale pot să prevadă ca perioada de valabilitate maximă a ofertei, de zece săptămâni, să poată fi **prelungită,** cu condiţia ca ofertantul să-şi notifice intenţia de a extinde perioada ofertei cu cel puţin două săptămâni înainte de încheierea acesteia.

Legiuitorul naţional poate stipula **norme legale de modificare a duratei maxime** a ofertei de cumpărare, în anumite situaţii specifice. În plus, legislaţia naţională poate autoriza autoritatea de control să acorde o derogare de la durata maximă a ofertei, pentru a permite societăţii în cauză să convoace o adunare generală a acţionarilor pentru examinarea ofertei.

Oferta publică de cumpărare este **irevocabilă** pe întreaga perioadă de derulare a acesteia.

Oferta publică de cumpărare este supusă **autorizării** emise de către autoritatea administrativă competentă, în România - Comisia Naţională a Valorilor Mobiliare.

Oferta publică de cumpărare se derulează la un **preţ determinat,** prevăzut în documentul de ofertă sau în amendamentul de modificare a preţului, dacă este cazul.

Secţiunea a 2-a. Principiile şi scopul normelor care conturează cadrul juridic al ofertei publice de cumpărare

2.1. Principiile ofertelor publice de cumpărare

Dispoziţiile art. 3 din Directiva 2004/25/CE conturează principiile definitorii ce stau la baza construcţiei juridice a **cadrului legal** referitor la ofertelor publice de cumpărare.

Primul principiu, cel al **egalităţii de tratament,** vizează toţi deţinătorii de valori mobiliare la societatea în cauză care aparţin aceleiaşi categorii de titluri. Acest principiu este concretizat îndeosebi prin acordarea posibilităţii tuturor deţinătorilor de valori mobiliare obiect al ofertei de a avea acces în mod nediscriminatoriu la sursele de informaţii referitoare la oferta publică, dar şi prin asigurarea unei proceduri de acceptare a ofertei care să nu favorizeze anumiţi investitori în dauna altora. Spre exemplu, în cazul în care există deţinători de valori mobiliare răspândiţi pe tot teritoriul ţării este discriminatorie alegerea unei metode de subscriere exclusive care presupune depunerea formularului de subscriere la sediul emitentului, fără acordarea posibilităţii acceptării ofertei în localitatea de reşedinţă.

Principiul protecției acționarilor minoritari operează îndeosebi în situația în care o persoană preia controlul asupra societății emitente. Orice schimbare de control asupra emitentului generează riscul schimbării de viziune în privința politicii economice a acestuia, fapt de natură a pune în discuție menținerea elementului fundamental ce stă la baza desfășurării în comun a activității, respectiv subzistența lui *affectio societatis*.

Principiul transparenței presupune ca deținătorii de valori mobiliare obiect al ofertei publice de cumpărare să dispună de suficient timp și de suficiente informații pentru a putea lua o decizie privind oferta în deplină cunoștință de cauză.

Principiul implicării consiliului de administrație al emitentului presupune ca, atunci când organul administrativ sau de conducere al societății în cauză oferă consiliere deținătorilor de valori mobiliare, acesta trebuie să-și prezinte avizul privind repercusiunile aplicării ofertei asupra locurilor de muncă, condițiilor de ocupare a forței de muncă și punctelor de activitate ale societății.

Principiul ocrotirii interesului social impune organul administrativ sau de conducere al societății în cauză să acționeze în interesul societății în integralitatea sa și să nu le refuze deținătorilor de valori mobiliare posibilitatea de a decide asupra avantajelor ofertei.

Principiul menținerii unei piețe ordonate și evitarea abuzului de piață, presupune împiedicarea creării unor piețe false pentru valorile mobiliare ale societății în cauză, ale societății ofertante sau ale oricărei alte societăți interesate de ofertă, astfel încât creșterea sau scăderea cursului valorilor mobiliare să devină artificială și funcționarea normală a piețelor să fie perturbată.

Principiul executării obligațiilor asumate prin oferta de cumpărare vizează obligația ofertantului de a se asigura că poate furniza întreaga contrapartidă în numerar, în cazul în care o astfel de contrapartidă a fost oferită, și după ce a luat toate măsurile rezonabile pentru asigurarea furnizării oricărui alt tip de contrapartidă.

Principiul limitării în timp a ofertei publice de cumpărare presupune ca societatea în cauză nu trebuie perturbată în activitățile sale pe motivul existenței unei oferte pentru valorile sale mobiliare după trecerea unui termen rezonabil.

Dispozițiile art. 3 din Directiva 2004/25/CE (Directiva ofertelor publice de cumpărare) nu stipulează *in terminis* un alt principiu fundamental ce guvernează această specie de operațiuni de piață, și anume **principiul determinării și achitării unui preț echitabil** al ofertei publice de cumpărare.

2.2. Scopul normelor incidente ofertei publice de cumpărare

Din perspectiva ofertantului, obiectivul acestuia constă în **dobândirea controlului** asupra emitentului ale cărui valori mobiliare fac obiectul ofertei publice.

Normele juridice ce conturează cadrul juridic al ofertelor publice de cumpărare au drept principal obiectiv **asigurarea protecției investitorilor**. Atingerea acestui deziderat este în mod substanțial susținută prin normele juridice cu caracter imperativ în cazul ofertelor publice de preluare și, îndeosebi, în cazul ofertelor publice de preluare obligatorii. De altfel, paragraful al doilea al „Preambulului" Directivei 2004/25/CE fixează drept obiectiv fundamental al acestui act normativ comunitar „protejarea intereselor deținătorilor de valori mobiliare ale societăților care intră sub incidenţa dreptului unui stat membru." Mai mult, paragraful al nouălea al „Preambulului" subliniază necesitatea ocrotirii acţionarilor minoritari în cazul în care are loc o preluare de control asupra emitentului.

În ultimă instanţă, existenţa unor norme legale cu caracter imperativ care guvernează regimul juridic al ofertelor publice de cumpărare vizează şi **impunerea principiului transparenţei**, în sensul informării cu promptitudine a publicului, dar şi a entităţilor pieţei, autoritatea administrativă, operatorul de piaţă, depozitarul, cu privire la producerea unor evenimente majore în viaţa emitenţilor admişi la tranzacţionare. În absenţa obligativităţii derulării unei oferte publice în vederea dobândirii controlului asupra unui emitent, dar mai ales în lipsa unor norme imperative care să impună efectuarea ofertei publice de preluare după depăşirea unui anumit prag legal, în legea română acesta fiind stabilit la 33% din totalul drepturilor de vot, procesul preluării controlului ar fi caracterizat de opacitate, dreptul la informare al investitorilor fiind serios vătămat.

Secţiunea a 3-a. Obiectul ofertei

3.1. Acţiunile

Oferta publică de cumpărare vizează acţiunile unui emitent admis la tranzacţionare pe o piaţă reglementată, iar în cazul ofertei publice voluntare de cumpărare, oferta poate viza acţiunile unui emitent admis la tranzacţionare într-un sistem multifuncţional de tranzacţionare.

Oferta publică de cumpărare poate viza toate acţiunile emitentului respectiv nedeţinute de ofertant sau numai o parte din acestea.

În cazul unei oferte publice de preluare, conform art. 11 din Directiva 2004/25/CE, în scopul facilitării liberei transferabilităţi a acţiunilor obiect al ofertei de preluare şi a neîngrădirii drepturilor acţionarilor societăţii ţintă de a accepta oferta, **nicio restricţie** privind transferul valorilor mobiliare prevăzute în statutele societăţii ţintă a ofertei de preluare **nu este opozabilă ofertantului** pe parcursul perioadei de acceptare a ofertei, potrivit art. 11 din Directiva 2004/25/CE. Aceste restricţii pot consta în:

- **clauze de agrement**, respectiv în obţinerea acordului prealabil al consiliului de administraţie pentru înstrăinarea acţiunilor de către acţionarii existenţi;

- **drept de preemţiune** al celorlalţi acţionari în momentul în care un acţionar intenţionează înstrăinarea acţiunilor sale;

- existenţa unor **clauze de inalienabilitate** temporară a acţiunilor, spre exemplu salariaţii care au beneficiat de distribuirea de acţiuni gratuite sau la preţuri preferenţiale în cadrul unor programe de compensaţii şi fidelizare derulate de emitent („*stock option plan*") pot avea o interdicţie de vânzare a acestor titluri o anumită perioadă de la dobândirea lor.

Restricţiile privind transferul valorilor mobiliare prevăzute de **acordurile contractuale** între societatea în cauză şi deţinătorii de valori mobiliare ale acestei societăţi sau în acordurile contractuale încheiate după adoptarea prezentei directive între deţinătorii de valori mobiliare ale societăţii în cauză **nu sunt opozabile ofertantului** pe parcursul perioadei de acceptare a ofertei.

3.2. Preţul ofertei publice de cumpărare

Preţul este **elementul cheie** al oricărei oferte publice de cumpărare. Directiva ofertelor publice de cumpărare a impus principiul stabilirii preţului de ofertă în temeiul unor criterii evidenţiate în **norme imperative ale legii**, acesta pierzându-şi astfel cu desăvârşire caracterul aleator, de rezultat al jocului liber al cererii şi al ofertei[1].

Necesitatea stabilirii unui preţ în baza unor prevederi legal imperative rezidă din **principiul protecţiei investitorilor**, destinatarii normelor juridice ce guvernează ofertele publice de cumpărare.

Potrivit dispoziţiilor art. 57 alin.(1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, preţul în cadrul ofertelor publice de cumpărare este cel puţin egal cu cel mai mare preţ dintre:

a) cel mai mare preţ plătit de ofertant sau de persoanele cu care acesta acţionează în mod concertat în perioada de 12 luni anterioară datei de depunere la C.N.V.M. a documentaţiei de ofertă;

b) preţul mediu ponderat de tranzacţionare, aferent ultimelor 12 luni anterioare datei de depunere la C.N.V.M. a documentaţiei de ofertă.

În situaţia în care nu este aplicabil niciunul din criteriile prevăzute la alin. (1), preţul de cumpărare este cel puţin egal cu activul net pe acţiune conform ultimei situaţii financiare a emitentului.

Pentru determinarea celui mai mare preţ plătit de ofertant sau de persoanele cu care acesta acţionează în mod concertat sunt luate în considerare toate operaţiunile (oferte publice, operaţiuni de cumpărare derulate pe pieţele reglementate, majorări de capital social etc.) prin care ofertantul şi/sau persoanele cu care acesta acţionează în mod concertat au dobândit acţiuni ale societăţii subiect al ofertei, în respectiva perioadă.

Prevederile art. 57 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006 au un caracter de **normă generală**, întrucât preţul ofertelor publice de preluare, fie că sunt voluntare, fie că sunt obligatorii, este determinat în baza unor norme cu caracter special (vom detalia în cadrul analizei dispoziţiilor speciale aspectele semnificative referitoare la preţul ofertelor publice de preluare).

În aceste condiţii, stabilirea preţului conform dispoziţiilor art. 57 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006 se va realiza doar în cazul **ofertelor voluntare de cumpărare**, atunci **când nu sunt vizate toate participaţiile** deţinătorilor valorilor mobiliare obiect al ofertei.

În cazul **ofertei publice obligatorii de preluare** preţul de ofertă este stabilit conform dispoziţiilor art. 204 din Legea nr. 297/2004. Preţul oferit va fi cel puţin egal cu cel mai mare preţ plătit de ofertant sau de persoanele cu care acesta acţionează în mod concertat în perioada de 12 luni anterioară ofertei.

Dacă această predispoziţie legală nu poate fi aplicată, preţul oferit va fi determinat în conformitate cu reglementările C.N.V.M., cu luarea în considerare cel puţin a următoarelor criterii:

a) preţul mediu ponderat de tranzacţionare, aferent ultimelor 12 luni anterioare derulării ofertei;

---

[1] *C. Duţescu*, Drepturile acţionarilor, ed. a 2-a, Ed. C.H. Beck, 2007, p. 647.

b) valoarea activului net al societății, conform ultimei situații financiare auditate;

c) valoarea acțiunilor rezultate dintr-o expertiză, efectuată de un evaluator independent, în conformitate cu standardele internaționale de evaluare.

Secțiunea a 4-a. Aprobarea documentului de ofertă

4.1. Documentația aferentă cererii de aprobare

Aprobarea documentului de ofertă se efectuează de către C.N.V.M. în urma **analizării** îndeplinirii de către acesta a condițiilor de formă și fond, precum și ca urmare a **verificării documentației aferente**, ce trebuie depusă odată cu cererea de autorizare.

În mod obligatoriu, potrivit art. 56 alin.(1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, **sub sancțiunea respingerii cererii de aprobare** a documentului de ofertă, **înscrisurile** ce este necesar a fi depuse la C.N.V.M. în vederea autorizării ofertei publice de cumpărare constau în:

a) documentul de ofertă publică;

b) anunțul de ofertă publică de cumpărare/preluare;

c) declarația ofertantului privind prețul oferit în cadrul ofertei;

d) dovada depunerii garanției reprezentând cel puțin 30% din valoarea totală a ofertei, într-un cont bancar al intermediarului, sumă ce va fi blocată pe toată perioada ofertei, sau scrisoare de garanție bancară ce acoperă întreaga valoare a ofertei, emisă în favoarea intermediarului;

e) copie a contractului de intermediere;

f) declarația ofertantului privind persoanele cu care acesta acționează în mod concertat în ceea ce privește emitentul;

g) declarația ofertantului și documentele legale din care să reiasă prețul la care ofertantul și persoanele cu care acesta acționează în mod concertat au achiziționat acțiuni ale emitentului (dacă este cazul);

h) declarația intermediarului ofertei privind eventualele conflicte de interese cu ofertantul și/sau cu alți clienți;

i) raportul întocmit de evaluatorul independent, dacă este cazul;

j) declarație pe răspunderea ofertantului conform căreia documentele depuse sunt conforme cu originalul și reflectă caracteristicile actuale ale ofertantului;

k) în cazul în care ofertantul este persoană juridică, dovada înregistrării ofertantului și a persoanelor cu care acesta acționează în mod concertat la autoritatea competentă din țara de origine (număr de înregistrare), actele constitutive ale acestora și acte adiționale purtând dovada înregistrării lor la autoritatea competentă din țara de origine, documente legale din care să rezulte structura acționariatului/asociaților ofertantului până la nivel de persoană fizică. În cazul în care ofertantul este persoană fizică se depun copii ale documentelor care să ateste identitatea acestuia. În situația în care ofertantul - persoană juridică este admis la tranzacționare pe o piață reglementată, se depun documente din care să rezulte identitatea acționarilor/asociaților ofertantului, care dețin cel puțin 1% din capitalul social;

l) structura sintetică a acționariatului emitentului și extrase de cont pentru ofertant și persoanele cu care acesta acționează concertat, dacă aceste persoane dețin acțiuni;

m) alte informaţii şi documente pe care C.N.V.M. le consideră necesare.

Dintre toate aceste înscrisuri, importanţă semnificativă prezintă **dovada depunerii garanţiei reprezentând cel puţin 30% din valoarea totală a ofertei**, întrucât, în absenţa acesteia, onorarea obligaţiilor asumate de către ofertant va fi vădit improbabilă. Lipsa resurselor financiare pentru derularea ofertei publice de cumpărare reprezintă, fără îndoială, cel mai serios impediment în încheierea raporturilor juridice între ofertant şi subscriitori.

4.2. Condiţii de fond şi formă ale ofertei publice de cumpărare

Toate înscrisurile sus-menţionate reprezintă dovezi ale **îndeplinirii condiţiilor de fond** ale ofertei publice. Apreciem că orice decizie de aprobare a unei oferte publice de cumpărare emisă în absenţa documentaţiei obligatorii este lovită de nulitate absolută.

Condiţiile de formă pe care trebuie să le îmbrace documentaţia aferentă cererii de aprobare a documentului de ofertă constau în:

a) obligativitatea formei scrise a documentului de ofertă;

b) declaraţiile persoanelor implicate în derularea ofertei trebuie să îmbrace *ad validitatem* una dintre următoarele forme:

- forma autentică;
- să fie dată în faţa angajatului C.N.V.M. responsabil cu analizarea cererii formulate de ofertant;

c) declaraţia ofertantului privind preţul oferit în cadrul ofertei, precum şi dovada depunerii garanţiei sau, după caz, scrisoarea de garanţie bancară, trebuie depuse la C.N.V.M. obligatoriu în plic închis şi sigilat.

d) documentul de ofertă, anunţul de ofertă/preliminar, precum şi orice alte documente aferente ofertei publice de cumpărare/preluare nu trebuie să cuprindă menţiuni referitoare la preţ, spaţiul destinat acestor menţiuni urmând a fi completat ulterior aprobării anunţului preliminar/documentului de ofertă publică.

4.3. Elemente de conţinut ale documentului de ofertă

Documentul de ofertă publică este ţinut să conţină o serie de **informaţii minimale**, precizate în Anexele 23 şi 26 ale Regulamentului C.N.V.M. nr. 1/2006, printre care: identificarea ofertantului, identitatea persoanelor care acţionează în mod concertat cu ofertantul sau societatea vizată, numărul de acţiuni emise de societatea vizată care sunt deţinute de ofertant şi de grupul de persoane cu care acţionează în mod concertat, numărul şi clasa valorilor mobiliare obiect al ofertei publice de cumpărare, preţul oferit şi modalitatea de determinare a acestuia, data iniţierii respectiv a expirării ofertei publice de cumpărare, locurile de subscriere şi programul de lucru cu publicul, metoda de alocare în caz de suprasubscriere, sursa şi mărimea fondurilor folosite pentru efectuarea achiziţiilor prevăzute de oferta publică, inclusiv condiţiile oricărui împrumut sau ale altor tipuri de finanţare, modalitatea de plată a acţiunilor depuse.

Atunci când ofertantul oferă valori mobiliare în schimbul valorilor mobiliare emise de societatea vizată, este necesar a fi furnizate în documentul de ofertă

informaţii cu privire la valorile mobiliare oferite la schimb care vor fi precizate într-un document anexat. Acest document va conţine informaţii, considerate de C.N.V.M. ca fiind similare cu cele dintr-un prospect de ofertă publică de vânzare a valorilor mobiliare respective.

C.N.V.M. poate solicita ofertantului să transmită şi să includă în documentul de ofertă **orice altă informaţie suplimentară** pe care o consideră necesară în analiza cererii de aprobare a documentului de ofertă publică de cumpărare. La rândul său, ofertantul poate include în documentul de ofertă şi alte informaţii pe care le consideră necesare în vederea aprobării acestuia, precum şi pentru derularea cu succes a ofertei.

Informaţiile referitoare la sursele de finanţare trebuie să fie probate cu documente ataşate cererii de aprobare a documentului de ofertă. Dovada depunerii garanţiei reprezentând cel puţin 30% din valoarea totală a ofertei, într-un cont bancar al intermediarului nu acoperă, în opinia noastră, această cerinţă, ofertantul fiind ţinut să probeze posibilitatea onorării subscrierii tuturor valorilor mobiliare obiect al ofertei.

4.4. Termenul de aprobare a cererii de autorizare a ofertei publice de cumpărare. Momentul iniţierii ofertei publice

Potrivit art. 194 alin. (1) din Legea nr. 297/2004, C.N.V.M. se va pronunţa cu privire la aprobarea documentului de ofertă, în termen de 10 zile lucrătoare de la înregistrarea cererii.

Orice cerere de informaţii suplimentare sau de modificare a celor prezentate iniţial în cadrul documentului de ofertă, iniţiată de către C.N.V.M. sau de către ofertant, conform art. 194 alin. (2) din lege, va întrerupe acest termen, care va începe să curgă din nou de la data furnizării respectivei informaţii sau a modificării.

Cererea autorităţii pieţei de capital are drept efect **întreruperea termenului legal** de 10 zile lucrătoare înăuntrul căruia C.N.V.M. este obligată a se pronunţa asupra solicitării de aprobare a documentului de ofertă.

Având în vedere dispoziţiile art. 174 din Legea pieţei de capital, dar şi cele ale art. 26 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006 care se aplică *mutatis mutandis*, în cazul în care C.N.V.M. nu se pronunţă cu privire la documentul de ofertă în termenul legal, **nu se consideră că acesta a fost aprobat tacit**. Această soluţie este firească, având în vedere că o eventuală culpă a autorităţii administrative, constând în omisiunea de a se pronunţa într-un anumit termen asupra cererii de aprobare a documentului de ofertă, nu trebuie să aibă efecte negative asupra deţinătorilor de valori mobiliare cărora li se adresează oferta publică de cumpărare. Nivelul de protecţie trebuie să fie similar pentru toţi investitorii şi în cazul tuturor ofertelor publice, indiferent de termenul în care se pronunţă autoritatea administrativă.

Oferta publică de cumpărare/preluare poate fi iniţiată după cel puţin **trei zile lucrătoare** de la data publicării anunţului de ofertă.

Secţiunea a 5-a. Respectarea principiului egalităţii de tratament a investitorilor

Dispoziţiile art. 195 din Legea nr. 297/2004 statuează principiul fundamental care guvernează ofertele publice de cumpărare, acela al **egalităţii de tratament** oferit investitorilor. Principiul egalităţii de tratament îşi găseşte izvorul în marele principiu al protecţiei investitorilor ce guvernează întregul drept al pieţei de capital.

O garanţie a aplicării acestui principiu o reprezintă **interdicţia** impusă, prin dispoziţiile art. 56 alin. (5) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, intermediarului, ofertantului şi persoanelor cu care acesta acţionează în mod concertat **de a mai efectua operaţiuni** privind valorile mobiliare emise de societatea vizată începând cu data transmiterii către C.N.V.M. a documentaţiei ofertei publice de cumpărare şi până la data iniţierii ofertei publice. În ipoteza în care ar mai fi permise intermediarului sau ofertantului, ori persoanelor cu care aceştia acţionează în mod concertat, operaţiuni cu valorile mobiliare pentru care se solicită aprobarea ofertei publice de cumpărare, s-ar acorda acestor persoane posibilitatea influenţării cursului titlurilor vizate, situaţie ce ar produce efecte şi asupra rezultatului ofertei publice. În mod indirect, investitorii care ar încheia tranzacţii în perioada cuprinsă între depunerea documentaţiei de ofertă şi data iniţierii ofertei publice ar putea fi afectaţi de intervenţia în piaţă a persoanelor implicate în derulare ofertei, fie că tranzacţiile respective au drept contraparte aceste persoane implicate, fie că ele se încheie cu terţi, la un curs influenţat de persoanele care au cunoştinţă de intenţia de a se derula o ofertă publică de cumpărare. În acest mod, egalitatea de tratament între investitori ar fi afectată, în special datorită unor tranzacţii încheiate în baza unor informaţii privilegiate, sau chiar datorită unor acţiuni de manipulare a pieţei de capital.

O trăsătură esenţială a ofertelor publice de cumpărare, ce conturează principiul egalităţii de tratament, este reprezentată de obligaţia ofertantului de **a lansa oferta către toţi deţinătorii de valori mobiliare** obiect al ofertei, indiferent de numărul de titluri vizat sau de procentul participaţiilor acestora. Dacă în situaţia ofertelor publice de vânzare, acestea puteau să se adreseze numai anumitor categorii de investitori, spre exemplu investitorilor calificaţi, ofertele publice de cumpărare nu mai lasă ofertantului această libertate impunând, în temeiul principiului egalităţii de tratament, subiectele de drept cărora trebuie să li se adreseze oferta de a contracta.

În practică, se întâlnesc situaţii în care anumiţi acţionari minoritari activi, iniţiind diferite demersuri judiciare sau extrajudiciare, reuşesc să-şi înstrăineze participaţiile către acţionarul majoritar, în preajma unei oferte publice de cumpărare, la un **preţ superior** preţului de ofertă. Astfel de demersuri sunt absolut legale în măsura în care nu este afectată egalitatea de tratament a investitorilor. Ca atare, orice tranzacţie încheiată între acţionarul majoritar ofertant şi acţionarii minoritari este ţinută să respecte interdicţia prevăzută de art. 56 alin. (5) din Regulamentul nr. 1/2006. În rest, afirmarea şi apărarea drepturilor deţinute în calitate de acţionar sau obligatar al unui emitent reprezintă demersuri fireşti, pe care le poate efectua orice investitor pe o piaţă de capital, în vederea protejării investiţiei sale.

Capitolul VIII. Oferta publică obligatorie

Oferta publică de preluare obligatorie reprezintă o formă a ofertei publice de cumpărare, care este particularizată prin aceea că persoana care îndeplineşte anumite condiţii expres şi limitativ prevăzute de normele legale este obligată să iniţieze o ofertă de a contracta, în calitate de cumpărător, adresată tuturor celorlalți acționari ai societății și pentru toate deținerile lor.

Secțiunea 1. Fundamentarea obligativității lansării unei ofertei publice de preluare

1.1. Ocrotirea principiului protecției investitorilor

Legiuitorul European a prevăzut în paragraful al doilea al „Preambulului" Directivei 2004/25/CE **principiul protecției intereselor deținătorilor de valori mobiliare** ale societăților care intră sub incidența dreptului unui stat membru, atunci când aceste societăți fac obiectul unor oferte publice de cumpărare sau al unor **schimbări de control** și cel puțin o parte a valorilor lor mobiliare sunt admise la tranzacționare pe o piață reglementată a unui stat membru al Uniunii Europene.

Totodată, potrivit parag. 9 al aceleași directive europene, stipulează necesitatea ca statele membre să ia măsurile necesare pentru protecția deținătorilor de valori mobiliare, în special a celor cu participații minoritare, atunci când s-a preluat controlul societăților lor. Această protecție este asigurată **impunând persoanei care a preluat controlul unei societăți obligația de a lansa o ofertă** care să propună tuturor deținătorilor de valori mobiliare din societatea respectivă achiziționarea tuturor participațiilor lor la un preț echitabil.

Reglementarea din cadrul art. 203 alin. (1) reprezintă transpunerea în legislația română a textului **art. 5 alin. (1) din Directiva 2004/25/CE**, care are următoarea formulare: „Atunci când o persoană fizică sau juridică deține, ca urmare a unei achiziții făcute de ea însăși sau de persoane care acționează în mod concertat cu ea, valorile mobiliare ale unei societăți, care, adăugate tuturor participațiilor la aceste valori mobiliare pe care le deține deja și celor deținute de persoanele cu care acționează în mod concertat cu ea îi conferă direct sau indirect un anumit procentaj din drepturile de vot la societatea respectivă, care îi oferă controlul respectivei societăți, statele membre se asigură că această persoană este obligată să facă o ofertă în vederea protecției acționarilor minoritari ai societății respective."

Scopul final al asigurării unui cadru legal protector pentru drepturile și interesele acționarilor minoritari este acela de a dezvolta încrederea investitorilor în economia respectivă în general și în piața de capital pe care se tranzacționează acțiunile emitenților care aplică guvernanța corporativă în special. Din această perspectivă, existența unei obligații privind lansarea unei oferte publice de preluare în cazul schimbării controlului asupra unui emitent admis la tranzacționare pe o piață reglementată reprezintă o **formă de asigurare a protejării intereselor legitime ale acționarilor minoritari.**

Acționarii minoritari ai societății sunt puși în situația de a deține titluri într-o societate controlată de o altă persoană decât cea existentă la momentul în care ei au intrat în societate. Acest fapt poate genera modificarea întregii strategii de activitate a societății, cu repercusiuni asupra situației patrimoniale a tuturor acționarilor. De aceea, legiuitorul a prevăzut posibilitatea ca acționarii minoritari să-și **înstrăineze acțiunile** la un anumit preț stabilit conform unor criterii legale.

Prin crearea posibilităţii pentru acţionarii minoritari de a se retrage din societate, oferta publică obligatorie poate fi considerată o veritabilă **excepţie de la principiul majorităţii**, potrivit căruia voinţa socială este generată de voinţa majorităţii, acţionarii minoritari fiind ţinuţi să se supună hotărârilor adoptate de adunările generale prin votul decisiv al acţionarului majoritar[1].

1.2. Instituţia juridică a controlului

1.2.1. Noţiunea de control

Directiva 2004/25/CE nu conţine o definiţie a instituţiei juridice a controlului. Vom fi nevoiţi în aceste condiţii să analizăm elementele definitorii ale acesteia pornind de la textul unui alt act normativ al Uniunii Europene, de egală forţă juridică, respectiv art. 2 alin. (1) lit. f) din Directiva Parlamentului şi Consiliului European nr. 109/2004/CE privind armonizarea obligaţiilor de transparenţă în ceea ce priveşte informaţia referitoare la emitenţii ale căror valori mobiliare sunt admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată şi de modificare a Directivei 2001/34/CE. Astfel, potrivit acestui text normativ comunitar, **„întreprindere controlată"** este orice întreprindere (societate emitentă):

(i) în care o persoană fizică sau juridică deţine majoritatea drepturilor de vot sau

(ii) în care o persoană fizică sau juridică are dreptul de a numi sau de a revoca majoritatea membrilor organului de administraţie, de conducere sau de supraveghere, fiind, în acelaşi timp, deţinătoare de acţiuni sau asociată a întreprinderii în cauză sau

(iii) în care o persoană fizică sau juridică este deţinător de acţiuni sau asociat şi controlează singură, în temeiul unui acord încheiat cu alţi deţinători de acţiuni sau asociaţi ai întreprinderii în cauză, majoritatea drepturilor de vot ale deţinătorilor de acţiuni sau asociaţi sau

(iv) asupra căreia o persoană fizică sau juridică are puterea de a exercita sau exercită efectiv o influenţă dominantă sau un control;

În legislaţia română art. 2 alin. (1) pct. 16 lit. b) din Legea nr. 297/2004 privind piaţa de capital defineşte instituţia controlului ca reprezentând **„relaţia dintre societatea-mamă şi o filială** sau o relaţie similară între orice persoană fizică sau juridică şi o societate comercială; orice filială a unei filiale va fi considerată o filială a societăţii-mamă, care este în fapt entitatea care controlează aceste filiale."

În ceea ce priveşte **conţinutul instituţiei juridice a filialei**, acesta excede cadrul determinat de dispoziţiile legii române a societăţilor comerciale, căpătând înţelesul conturat de dispoziţiile art. 2 alin. (1) pct. 6 raportate la cele ale art. 2 alin. (1) pct. 27 din Legea nr. 297/2004. Astfel filiala este reprezentată de orice societate comercială în cadrul căreia există un asociat sau un acţionar persoană juridică care:

a) deţine direct sau indirect majoritatea drepturilor de vot la aceasta;

b) poate să numească sau să revoce majoritatea membrilor organelor de administrare sau de control ori alte persoane cu putere de decizie în societatea respectivă;

c) poate exercita o influenţă semnificativă asupra entităţii la care este acţionar sau asociat, în virtutea unor clauze cuprinse în contracte încheiate cu entitatea respectivă sau a unor prevederi cuprinse în actul constitutiv al acestei entităţi;

---

[1] *S. David*, în *St.D. Cărpenaru, S. David, C. Predoiu, Gh. Piperea*, op. cit., 2006, p. 413.

d) este acţionar sau asociat al unei entităţi şi:

- a numit singur, ca rezultat al exercitării drepturilor sale de vot, majoritatea membrilor organelor de administrare sau de control ori majoritatea conducătorilor filialei în ultimele două exerciţii financiare, sau
- controlează singur, în baza unui acord încheiat cu ceilalţi acţionari sau asociaţi, majoritatea drepturilor de vot.

1.2.2. Puterea de a numi majoritate membrilor consiliului de administraţie (consiliului de supraveghere)

Apreciem că problema exercitării controlului asupra unei societăţi prin **deţinerea puterii de a numi majoritatea membrilor consiliului de administraţie** (sau de supraveghere în cazul administrării în sistem dualist) necesită, în mod special, o abordare aparte.

În unele legislaţii naţionale (spre exemplu, art. L 233/3 C.com. francez) noţiunea de control este definită prin puterea avută de o persoană de a numi majoritatea membrilor consiliului de administraţie. Coroborat cu textul art. 5 din Directiva 2004/25/CE, rezultă într-o asemenea situaţie obligaţia persoanei care poate numi majoritatea membrilor consiliului de administraţie de **a lansa o ofertă publică de preluare** adresată tuturor celorlalţi acţionari şi pentru toate deţinerile acestora.

O astfel de situaţie intervine fie în ipoteza în care există un acţionar majoritar persoană fizică, fie în ipoteza în care există un acţionar majoritar direct-persoană juridică ce are o deţinere care conferă controlul asupra unui emitent admis la tranzacţionare pe o piaţă reglementată, care, la rândul său, este controlat de un acţionar majoritar, ce va exercita astfel o **influenţă indirectă**, dar decisivă asupra emitentului în cauză.

Importanţă deosebită o are **depozitarul deciziei numirii membrilor consiliului de administraţie**. Acţionarul majoritar direct, atunci când este o persoană juridică, va putea să-şi exercite dreptul de vot în adunările generale ale companiei ţintă, în conformitate cu deciziile adoptate de către acţionarii săi în cadrul adunării generale.

Aceste decizii vor putea fi luate numai cu respectarea voinţei şi **conform interesului acţionarului majoritar al acţionarului majoritar direct** sau grupului de acţionari care acţionează în mod concertat şi deţin un pachet de control asupra acţionarului majoritar direct.

Spre exemplu, societatea A este listată pe o piaţă reglementată, acţionarul său majoritar fiind societatea B cu un pachet de acţiuni reprezentând 51% din capitalul social. Este indubitabil că societatea B are puterea să numească majoritatea membrilor consiliului de administraţie ai societăţii A. O decizie privind numirea membrilor consiliului de administraţie ai societăţii A va fi luată, fie de către adunarea generală a societăţii B, fie de către consiliul de administraţie al acesteia. În adunarea generală a societăţii B se va impune desigur voinţa acţionarului majoritar C al acesteia. În acelaşi timp, dacă decizia privind nominalizarea administratorilor societăţii A aparţine consiliului de administraţie al societăţii B, se va impune în aceeaşi măsură voinţa şi interesul acţionarului majoritar al societăţii B, întrucât votul decisiv al acestuia a condus la numirea administratorilor societăţii B, care îi îndeplinesc de altfel politica economică. Cu alte cuvinte, acţionarul C, care deţine controlul asupra societății B, își impune voința în privința actelor juridice încheiate de aceasta fie direct, prin vot în cadrul adunării generale a societății B, fie indirect, prin numirea unor membrii ai consiliului de administrație ai societății B care au drept obiectiv, în mod logic și necesar îndeplinirea dezideratelor acționarului C. În acest mod, voința socială a societății B reflectă, potrivit principiului majoritar, voința acționarului majoritar C. Este firesc așadar, ca voința acționarului C să prevaleze și în privința societății țintă A, întrucât mandatul reprezentanților acționarului B în adunarea generală a societății A va reliefa voința juridică a acționarului C.

În consecință, esențială este voința juridică a persoanei care are **puterea reală de a influența adoptarea deciziilor** în adunarea generală a societății țintă, indiferent prin câte verigi se transmite aceasta.

Secțiunea a 2-a. Condițiile în care oferta publică de preluare este obligatorie

2.1. Nivelul deținerilor unei persoane la capitalul social care atrage obligativitatea ofertei publice de preluare

O ofertă publică de cumpărare, potrivit art. 203 din Legea nr. 297/2004, este obligatorie pe piața de capital din România atunci când o persoană care, urmare a achizițiilor sale sau ale persoanelor cu care acționează în mod concertat, deține mai mult de 33% din drepturile de vot asupra unei societăți comerciale. Ponderea de 33% din capitalul social și din drepturile de vot ale emitentului reprezintă un prag de relevanță stabilit de legiuitorul român ce semnifică dobândirea controlului asupra societății emitente.

2.2. Modul de calcul a drepturilor de vot pentru stabilirea incidenței obligativității ofertei publice de preluare

În vederea stabilirii existenței unei obligații legale de a lansa o ofertă publică de preluare, legiuitorul european a dispus adunarea **următoarelor categorii de dețineri:**

- titlurile deținute direct de un acționar;
- titlurile deținute de acționarii care acționează în mod concertat cu acționarul respectiv;
- titlurile deținute în mod indirect de acționarul respectiv, prin intermediul unor structuri piramidale, ceea ce reprezintă în ultimă instanță tot titluri deținute de persoane care acționează în mod concertat.

Prin Regulamentul C.N.V.M. nr. 31/2006 a fost introdus în cadrul Regulamentului nr. 1/2006 un alineat nou, de o importanță covârșitoare pentru evoluția pieței de capital din România. Astfel alin. (5) al art. 66 stipulează *in terminis* obligația de a lua în considerare, atunci când este calculat nivelul procentual de 33% în vederea stabilirii incidenței dispozițiilor art. 203, **atât deținerile directe, cât și cele indirecte**.

Obligativitatea de a se lua în calcul și acțiunile deținute de persoanele care acționează este strâns legată de definiția acțiunii concertate, astfel cum este aceasta formulată în cadrul art. 2 alin. (1) pct. 23 din lege: „**persoane care acționează în mod**

concertat - două sau mai multe persoane, legate printr-un acord expres sau tacit, pentru a înfăptui o politică comună în legătură cu un emitent."

Dispoziţiile art. 2 alin. (1) lit. d) din Directiva 2004/25/CE adaugă, în materia ofertelor, publice o condiţie suplimentară ce trebuie îndeplinită pentru a se naşte instituţia juridică a „acţiunii concertate", respectiv aceea a unui scop special, constând în **„preluarea controlului sau în eşecul ofertei"**.

Această din urmă teză nu este suficient dezvoltată în normele legale existente, ea vizând în realitate **existenţa unei acţiuni concertate a unor acţionari** ai emitentului **care urmăresc**, ducând o politică în comun, **eşecul unei oferte de preluare iniţiate de un terţ**, ce a iniţiat o ofertă voluntară sau obligatorie. Într-o asemenea situaţie, legiuitorul european a considerat că sunt întrunite condiţiile naşterii instituţiei acţiunii concertate.

Consecinţa firească a unei asemenea constatări ar fi obligarea persoanelor care acţionează concertat, care au colaborat la eşecul unei oferte de preluare, **la a lansa la rândul lor o ofertă de preluare**, în cazul în care deţinerilor lor cumulate depăşesc pragul de 33% din drepturile de vot ale emitentului.

În cazul unei oferte publice de preluare, deţinerile tuturor persoanelor care acţionează concertat cu ofertantul trebuie **menţionate în documentul de ofertă**, potrivit art. 6 alin. (3) lit. g) din Directiva 2004/25/CE.

Potrivit art. 66 alin. (3) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, în situaţia în care o persoană care acţionează în mod concertat cu alte persoane, efectuează tranzacţii cu valori mobiliare care conduc la depăşirea de către aceasta a pragului de 33% din drepturile de vot, chiar şi în cazul în care respectiva operaţiune nu conduce la modificarea procentului deţinut de grupul de persoane care acţionează în mod concertat, respectiva persoană are obligaţia de a derula o ofertă publică de preluare în conformitate cu prevederile art. 203 alin.(1) din Legea nr. 297/2004. Această normă a legislaţiei secundare vizează situaţiile în care se efectuează **tranzacţii în cadrul grupului de persoane care acţionează în mod concertat.**

Aceeaşi obligativitate subzistă şi în ipoteza în care dobândirea procentului de 33% s-a realizat anterior intrării în vigoare a Legii nr. 297/2004, şi este atins sau depăşit pragul de 50% din drepturile de vot asupra societăţii comerciale prin tranzacţii încheiate în cadrul grupului care acţionează concertat, chiar dacă procentul total al acestui grup nu se modifică în urma acestor tranzacţii.

Secţiunea a 3-a. Obligativitatea ofertelor publice de preluare în cazul controlului indirect

3.1. Structurile piramidale

Structurile piramidale au fost **definite** în doctrină[1] drept un „grup de companii a căror structură de proprietate indică un lanţ al controlului ce începe cu proprietarul final (mai exact, acţionarul majoritar final - n.n.) la bază şi continuă cu verigi succesive de firme."

---

[1] *N. Attig, K.P. Fischer, Y. Gadhoum*, On the determinants of pyramidal ownership: evidence on dilution of Minority interests, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=434201, p. 2.

O astfel de structură, se arăta în textul citat, acționează în vederea obținerii de „beneficii private", proprietarul final putând să nu aibă dorința de a-și canaliza **interesul său privat** în concordanță cu cele ale acționarilor minoritari. Această teză stă de altfel la baza obligativității derulării unei oferte publice în cazul schimbării controlului indirect asupra unui emitent admis la tranzacționare pe o piață reglementată.

Într-un document important al grupului de experți constituit de Comisia Europeană în vederea acordării de consultanță pentru elaborarea proiectelor de directive[1], care a influențat spiritul normelor juridice cuprinse în Directiva ofertei publice de preluare, se realiza, în anul 2002, o **analiză a efectelor juridice create de deținerile piramidale.**

Raportul sublinia faptul că „un grup piramidal poate fi definit ca o structură caracterizată printr-un lanț de control, mai lung sau mai scurt, folosind un anumit număr de companii. Acționarii finali din acest lanț controlează fiecare companie din lanț prin pachetul majoritar de acțiuni sau controlând interesele minoritarilor, având acționari minoritari la toate nivelurile. Rezultatul constă în faptul că **acționarii finali pot controla întregul lanț – până la companiile de la baza piramidei – pe baza unei investiții totale mici.**"

Raportul Winter arăta faptul că structurile piramidale pot prezenta probleme specifice. Piramidele sunt considerate a fi surse de costuri, ele mărind beneficiul de control și conflictele de interese și de aceea **pot deveni împovărătoare pentru acționarii minoritari care nu dețin pachete de control**. Lipsa de transparență cu privire la structura acționariatului poate avea efecte negative ca lipsa de transparență în operațiunile grupului și disfuncționalități în planul controlul piramidei.

3.2. Schimbarea indirectă a controlului - cauză a nașterii obligației de a derula o ofertă publică de preluare

Stabilitatea unei piețe financiare (categorie în care este inclusă din punct de vedere normativ și piața de capital) este influențată de respectarea a două principii fundamentale: **transparența** operațiunilor derulate și **protecția investitorilor**.

Este dincolo de orice îndoială că normele juridice care conturează principiul protecției investitorilor vizează ocrotirea **unui interes general, public**.

Aplicarea **principiului protecției investitorilor** implică, în situația în care un acționar ajunge să dețină controlul absolut asupra unei societăți emitente, instituirea unor norme eficace, de natură a ocroti acționarii minoritari ai respectivului emitent, priviți ca investitori pe piața de capital, de efectele negative ale politicii economice duse de acționarul majoritar. Cu alte cuvinte, normele juridice care conturează principiul protecției investitorilor au rolul de a evita exercitarea unor acțiuni abuzive de către acționarul majoritar care poate impune adoptarea oricărei hotărâri în adunarea generală, fără a ține cont de interesele celorlalți investitori în titlurile (acțiunile) respectivului emitent. În mod tradiţional, s-a arătat[1] că dreptul a avut menirea de a-i proteja pe cei slabi în faţa celor puternici, iar dreptul societar se înscrie în coordonatele generale ale acestui deziderat al oricărei organizări umane.

---

[1] Report of The High Level Company Law Experts On A Modern Regulatory Framework For Company Law In Europe, cunoscut și sub numele de Winter Group Final Report, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf, p. 113.

Din această perspectivă, neexistând echivoc cu privire la necesitatea protejării intereselor acţionarilor minoritari într-o companie listată pe o piaţă reglementată, în analiza obligativităţii efectuării ofertei publice de preluare în cazul exercitării în mod indirect a unui control asupra emitentului pornim de la următoarele aspecte a căror veridicitate este de necontestat:

a) atingerea unui prag de deţinere de 33% (în legislaţia română) din drepturile de vot şi capitalul social al unui emitent prin deţinerea de către o persoană în patrimoniul său a instrumentelor financiare care conferă aceste drepturi de vot atrage obligativitatea efectuării unei oferte publice de preluare;

b) atingerea pragului de 33% de către mai mulţi acţionari care acţionează în mod concertat, în cazul în care sunt întrunite condiţiile acţiunii concertate, definite în mod specific în legislaţia internă, atrage obligativitatea efectuării ofertei publice;

c) din litera şi spiritul normelor legislaţiei Uniunii Europene incidente în cazul ofertelor publice obligatorii se desprinde ideea centrală potrivit căreia o ofertă publică este obligatorie, în mod imperativ, în cazul **schimbării controlului** asupra societăţii emitente;

d) persoana fizică sau juridică ce are calitatea de acţionar majoritar direct al unei societăţi admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată nu este întotdeauna independentă în manifestările de voinţă ce apar cu ocazia exercitării dreptului de vot în cadrul adunărilor generale ale acţionarilor societăţii listate în discuţie;

e) în cazul în care acţionarul majoritar direct este o persoană juridică drepturile de vot în cadrul adunărilor generale ale societăţii listate în cauză sunt exercitate potrivit voinţei juridice formate ca urmare a intereselor persoanelor care controlează acest acţionar majoritar;

f) acţionarul majoritar direct-persoană juridică poate fi controlat prin intermediul unei structuri piramidale, cu nenumărate verigi, astfel încât voinţa sa juridică să reflecte şi să depindă de voinţa juridică a acţionarului final, ce se găseşte la capătul ultimei verigi;

g) persoana fizică sau juridică ce exercită controlul asupra acţionarului majoritar direct va acţiona întotdeauna potrivit intereselor sale economice, impunând, graţie principiului majoritar, voinţa sa drept voinţă juridică a entităţii controlate.

Consecinţa acestor axiome este aceea că orice **schimbare a controlului asupra acţionarului majoritar al societăţii listate** în discuţie implică, *ipso facto*, o schimbare de control asupra societăţii listate respective.

În ipoteza în care oferta publică de preluare nu ar fi obligatorie în cazul unei schimbări indirecte de control asupra unui emitent listat pe o piaţă reglementată de capital, scopul vizat de norma juridică din cadrul art. 5 al Directivei 2004/25/CE nu ar mai putea fi în mod obiectiv atins.

Dacă s-ar accepta ca o schimbare de control asupra acţionarului majoritar al entităţii ţintă să nu genereze obligaţia de a efectua oferta publică de preluare, atunci orice persoană care ar dori achiziția controlului asupra unei astfel de entități ar realiza întotdeauna acest obiectiv în mod indirect, pentru **a eluda dispozițiile legale privind obligativitatea ofertei publice**. Fără îndoială că o astfel de situație ar echivala cu golirea completă de conținut a dispozițiilor art. 5 din Directiva 2004/25/CE, întrucât piețele financiare s-ar confrunta numai cu preluări indirecte, exoneratoare de obligația efectuării ofertei publice de preluare.

---

[1] *Y. Guyon*, Droit des affaires, Tome I, Droit commercial general et societes, 10 ed., Ed. Economica, Paris, 1998, p. 468.

Dacă achiesăm la dezideratul realizării unei protecții a intereselor legitime ale investitorilor și ale acționarilor minoritari dintr-o societate listată pe o piață reglementată de capital, nu putem să nu observăm că legiuitorul european a urmărit ocrotirea acestor interese în orice situație în care intervine o schimbare de control, **indiferent că aceasta se realizează direct sau indirect**.

Orice interpretare contrară ar intra în coliziune cu principiul protecției investitorilor, dar și cu acela al **egalității de tratament** a acestora, din moment ce acționarii minoritari ai unei societăți în privința căreia a existat o schimbare directă a controlului ar beneficia de efectele Directivei 2004/25/CE, în timp ce acționarii societăților confruntate cu o schimbare indirectă de control nu s-ar afla sub protecția acestor norme legale ale Uniunii Europene. Apreciem că această abordare este singura admisibilă din perspectiva textului Directivei 2004/25/CE, fiind în deplină consonanță cu normele juridice naționale și interpretările legale din majoritatea statelor membre ale Uniunii Europene.

Obligarea unei persoane care deține în mod indirect controlul la efectuarea unei oferte publice de preluare reprezintă o atribuție a autorității administrative a pieței de capital. De regulă, atunci când este adoptată o astfel de decizie de către organul administrativ debitorul obligației se conformează dispozițiilor actului administrativ, astfel încât nu putem vorbi în prezent de o jurisprudență bogată la nivel mondial în această privință[1].

3.3. Obligativitatea ofertei publice de preluare în cazul schimbării indirecte a controlului conform dispozițiilor Instrucțiunii C.N.V.M. nr. 3/2009[2]

Instrucțiunea C.N.V.M. nr. 3/2009, reprezintă un **act normativ** din cadrul legislației secundare **de interpretare a unor prevederi preexistente din dreptul pozitiv**.

Conform art. 4 alin. (1) din Instrucțiune, se consideră că o persoană, denumită în continuare „entitate", **deține indirect**, prin intermediul persoanei/persoanelor cu care acționează în mod concertat, **drepturi de vot asupra unui emitent**, în oricare din următoarele **situații sau combinație** a acestora:

a) persoana/persoanele cu care entitatea acționează în mod concertat dețin direct în calitate de acționari, drepturi de vot asupra emitentului, iar entitatea deține ea însăși, în mod direct, suplimentar față de deținerile care se consideră a fi indirecte, drepturi de vot asupra emitentului;

b) persoana cu care entitatea acționează în mod concertat este persoană juridică acționar al emitentului, iar entitatea poate influența modalitatea de exercitare a drepturilor de vot deţinute direct de respectiva persoană juridică – acţionar al emitentului, ca urmare a faptului că:

---

[1] Am identificat o decizie pronunțată de Curtea Supremă din Filipine, http://elibrary.supremecourt.gov.ph/decisions.php?doctype=Decisions%20/%20Signed%20Resolutions&.

[2] M.Of. nr. 442 din 29 iunie 2009.

i) entitatea, singură sau împreună cu persoanele cu care acţionează în mod concertat, altele decât persoana juridică – acţionar al emitentului, **deţine direct sau indirect majoritatea drepturilor de vot** asupra persoanei juridice – acţionar al emitentului.

ii) entitatea, singură sau împreună cu persoanele cu care acţionează în mod concertat, altele decât persoana juridică – acţionar al emitentului:

- poate să numească sau să revoce majoritatea membrilor organelor de administrare sau de control ori alte persoane cu putere de decizie în persoana juridică – acţionar al emitentului;

- poate **exercita o influenţă semnificativă asupra persoanei juridice – acţionar al emitentului**, în virtutea unor clauze cuprinse în contracte încheiate cu persoana juridică – acţionar al emitentului sau a unor prevederi cuprinse în actul constitutiv al persoanei juridice – acţionar al emitentului;

- este **acţionar sau asociat al persoanei juridice - acţionar al emitentului** şi: a **numit singur**, ca rezultat al exercitării drepturilor sale de vot, **majoritatea membrilor organelor de administrare sau de control** ori majoritatea conducătorilor filialei în ultimele două exerciţii financiare, sau **controlează singur**, în baza unui acord încheiat cu ceilalţi acţionari sau asociaţi, majoritatea drepturilor de vot.

Sintagma „deţine indirect majoritatea drepturilor de vot” acoperă şi situaţiile în care în care entitatea şi persoana juridică – acţionar al emitentului sunt **legate printr-un lanţ de deţineri**, sub condiţia ca la fiecare nivel al lanţului de deţineri să existe posibilitatea entităţii de a influenţa, direct sau indirect, modalitatea de exercitare a majorităţii drepturilor de vot.

„Lanţ de deţineri” înseamnă, conform art. 1 din Instrucţiune, situaţia în care o persoană fizică sau juridică deţine direct **majoritatea drepturilor de vot** asupra unei persoane juridice care la rândul ei este:

a) acţionar/asociat cu o deţinere de genul celei prevăzute mai sus la o persoană juridică – acţionar al societăţii admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată; sau

b) este acţionar/asociat cu o deţinere de genul celei prevăzute mai sus la o altă persoană juridică care este legată de persoana juridică acţionar al emitentului printr-o serie de deţineri care presupun existenţa mai multor persoane juridice care au calitatea, una în raport cu cealaltă, de acţionar/asociat cu o deţinere de genul celei prevăzute mai sus, la o altă persoană juridică.

Deţinerea directă de drepturi de vot asupra unei societăţi comerciale reprezintă deţinerea, de către o persoană, a drepturilor de vot corespunzătoare acţiunilor deţinute de respectiva persoană, în calitate de acţionar al societăţii comerciale.

Deţinerile directe ale persoanelor cu care o persoană acţionează în mod **concertat**, sunt considerate ca fiind **deţineri indirecte ale persoanei** în cauză, conform art. 4 alin. (2) din Instrucţiune. Această normă de interpretare are drept efect clarificarea modalităţii de calcul a drepturilor de vot deţinute de un grup de persoane care acţionează concertat.

Obligaţia de efectuare a ofertei publice subzistă inclusiv în situaţia în care persoana care a preluat indirect controlul, precum şi persoanele cu care aceasta acţionează concertat, altele decât persoana juridică - acţionar al emitentului, **nu deţin în mod direct, suplimentar faţă de deţinerile indirecte, drepturi de vot asupra emitentului.** În acest caz, obligaţia de lansare a unei oferte publice de preluare obligatorii intervine dacă sunt îndeplinite cumulativ următoarele condiţii:

a) are loc o schimbare a acţionarului majoritar indirect şi a persoanelor cu care aceasta acţionează concertat;

b) persoană juridică – acţionar al emitentului are o deţinere directă în cadrul emitentului mai mare de 33% din drepturile de vot.

Instrucţiunea C.N.V.M. a stabilit, în mod nelegal în opinia noastră, un termen de **două luni** de la data intrării sale în vigoare (29.06.2009) pentru ca „entităţile care deţin, direct şi/sau indirect, mai mult de 33% din drepturile de vot asupra unui emitent şi care nu au derulat oferta publică de preluare în conformitate cu art. 203 alin. (1) din Legea nr. 297/2004" să lanseze oferta publică de preluare. Considerăm că Instrucţiunea C.N.V.M., conţinând doar norme de interpretare şi poziţionându-se la nivelul legislaţiei secundare, emise de autoritatea administrativă, a pieţei de capital, nu putea interfera cu norme preexistente din dreptul pozitiv, alterând făţiş conţinutul scopul acestora. Obligaţia de lansare a ofertei publice se naşte, conform art. 203 alin. (1), din momentul dobândirii controlului asupra emitentului, aceasta fiind scadentă în termen de două luni de la dobândire. Nu se poate susţine că această obligaţie, în cazul schimbării indirecte a controlului, ia naştere la un alt moment decât cel al schimbării respective. Noul termen de două luni acordat de către C.N.V.M. acelor acţionari majoritari indirecţi care nu au dus la îndeplinire obligaţia preexistentă, menţionată în art. 203 alin. (1), are consecinţe deosebite asupra modalităţii de calcul a preţului de ofertă.

Secţiunea a 4-a. Debitorul obligaţiei de a efectua oferta publică

Dispoziţiile normative în vigoare stabilesc obligaţia efectuării ofertei publice obligatorii de preluare în sarcina persoanei care a dobândit controlul asupra unui emitent ale cărui acţiuni sunt admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată. Un interes practic deosebit îl prezintă identificarea debitorului obligaţiei de efectuare a ofertei publice obligatorii de preluare în ipoteza în care există **mai multe persoane care acţionează concertat**, în orice formă. Problema ridicată necesită o soluţie inclusiv în cazul unei schimbări indirecte a controlului, indiferent unde, pe un lanţ piramidal, s-a produs schimbarea de control asupra emitentului admis la tranzacţionare pe o piaţă reglementată.

Din analiza semantică a textului art. 5 din Directiva 2004/25/CE şi al art. 203 din Legea pieţei de capital rezultă că **orice persoană** care, împreună cu alte persoane cu care acţionează concertat, dobândeşte controlul asupra unui emitent, ca urmare a achiziţiilor de acţiuni efectuate, este ţinută să deruleze o ofertă publică de preluare. Suntem în prezenţa unei **obligaţii legale solidare**.

Este suficient aşadar ca întregul grup care acţionează concertat, în mod public sau ocult, să depăşească pragul de 33% din totalul drepturilor de vot ale emitentului pentru a se naşte obligaţia efectuării ofertei publice de preluare. Fiecare dintre membrii grupului care acţionează concertat are calitatea de **codebitor solidar**, neputând opune diviziunea obligațiilor între debitori. În momentul depășirii pragului de 33% se nasc *ex lege*, așadar, raporturi juridice obligaționale între fiecare acționar minoritar al emitentului, în calitate de creditor, pe de o parte, și toate persoanele care acționează concertat ale căror dețineri cumulate se situează peste pragul legal, în calitate de debitori solidari, pe de altă parte.

Această solidaritate pasivă are drept consecință esențială faptul că fiecare codebitor solidar, respectiv persoană din cadrul grupului care acționează concertat, este obligat față de creditor (acționar minoritar) pentru întreaga datorie (constând în prețul echitabil, legal, calculat pentru acțiunile deținute).

Un acționar majoritar direct, persoană juridică de drept privat, nu va putea invoca inexistența în sarcina sa a obligației de efectuarea a ofertei publice de preluare în cazul în cazul în care a avut loc o schimbare de control asupra sa, o altă persoană devenind acționarul său majoritar. **Solidaritatea pasivă** ce derivă din aplicarea art. 203, întemeiată, desigur pe definiția instituției juridice a persoanelor care acționează în mod concertat, conținută în art. 2 alin. (1) pct. 23 din lege, face ca acționarul majoritar direct, chiar dacă a rămas același, să fie obligat să efectueze o ofertă publică de preluare pentru toate acțiunile emitentului pe care grupul din care face parte nu le deține. Tot astfel, o persoană care nu deține nicio acțiune a emitentului, dar controlează acționarul majoritar direct al acestuia, poate fi obligată să efectueze oferta publică de preluare în cazul în care prin schimbarea controlului asupra sa, grație unei structuri piramidale, s-a ajuns ca o altă persoană să controleze indirect emitentul listat pe o piață reglementată.

Secțiunea a 5-a. Sancțiunile nerespectării obligației de a lansa o ofertă publică de preluare

5.1. Sancțiunile de drept civil

Sancțiunile de drept civil prevăzute de lege sunt:

a) **suspendarea drepturilor de vot** în cadrul adunărilor generale ale acționarilor ce exced pragului de 33% până la finalizarea ofertei publice de preluare;

b) **interdicția de a mai dobândi**, prin orice mijloace, dreptul de proprietate asupra titlurilor emitentului în cauză.

Conform dispozițiilor art. 70 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, **responsabilitatea** cu privire la **suspendarea drepturilor de vot** în cazul în care sunt incidente prevederile art. 203 revine **consiliului de administrație/administratorului unic** al emitentului, precum și societății care ține evidența acționarilor respectivului emitent.

Anterior adunărilor generale ale acționarilor, consiliul de administrație/administratorul unic al emitentului are **obligația să verifice** pentru acționarii înregistrați la data de referință, drepturile de vot care sunt suspendate în conformitate cu prevederile art. 203 din Legea nr. 297/2004 și să informeze corespunzător societatea care ține evidența acționarilor emitentului, în vederea operării în registru a suspendării.

Drepturile de vot se suspendă cu respectarea prevederilor art. 203 din Legea nr. 297/2004 și astfel încât respectiva persoană să nu poată exercita în adunarea generală a acționarilor poziția dobândită fără derularea unei oferte publice adresată tuturor deținătorilor de valori mobiliare și având ca obiect toate deținerile acestora, dacă nu sunt incidente prevederile legale privind tranzacțiile exceptate.

În cazul în care persoanele enumerate la alin. (1) nu își îndeplinesc obligațiile impuse prin prezentul regulament, **C.N.V.M., la cerere sau din oficiu, dispune suspendarea drepturilor de vot** în cazul în care sunt incidente prevederile art. 203 din Legea nr. 297/2004 și obligă societatea care ține evidența acționarilor emitentului să procedeze la suspendarea respectivelor drepturi de vot.

Interdicția achiziționării altor titluri ale emitentului vizează atât operațiunile de cumpărare sau schimb de acțiuni, cât și cele de subscriere în cadrul **majorării de capital**, indiferent dacă acțiunile din cadrul operațiunii de majorare se dobândesc cu titlu oneros sau gratuit. În cazul în care Adunarea generală a acționarilor adoptă o hotărâre de majorare a capitalului social, persoana care avea obligația de a efectua oferta publică obligatorie și a respectat-o nu va putea să-și subscrie acțiunile nou emise nici în cadrul perioadei de exercitare a drepturilor de preferință și nici, dacă este cazul și rămân acțiuni nesubscrise, în etapa ulterioară.

De asemenea, prohibiția dobândirii altor acțiuni ale emitentului operează și în cazul în care acestea ar intra în patrimoniul persoanei care are obligația lansării ofertei ca urmare a unei **fuziuni, divizări sau succesiuni** (în cazul persoanelor fizice).

În situația unei fuziuni a unei societăți în care există un acționar ce deține peste 33% din drepturile de vot și nu a derulat o ofertă publică cu o societate în care respectiva persoană deține un pachet de acțiuni, aceasta nu va putea să-și majoreze deținerile conform raportului de schimb. Tot astfel, în ipoteza în care o operațiune de divizare ar avea drept rezultat creșterea deținerilor unei persoane care nu a respectat obligația de a derula o ofertă publică obligatorie de preluare nu se va putea realiza transferul niciunei acțiuni suplimentare în patrimoniul acesteia.

În opinia noastră neefectuarea unei oferte publice obligatorii, conform art. 203, reprezintă un **impediment legal al finalizării fuziunii sau divizării**.

5.2. Sancțiunile administrative

Sancțiunile cu caracter administrativ care pot fi dispuse de către autoritatea pieței de capital împotriva acționarului care încalcă obligația derulării ofertei publice sunt cele prevăzute de dispozițiile art. 273 din lege, respectiv avertismentul sau amenda. În cazul persoanelor juridice amenda se situează între 0.5% și 5% din capitalul social vărsat, iar în cazul persoanelor fizice între 500 și 50.000 lei.

După cum se poate observa **sancțiunile administrative au un caracter derizoriu** în prezent, neîndeplinind nici pe departe funcția de constrângere, ci, din contră, reprezentând chiar un stimulent pentru nerespectarea dispozițiilor legale imperative referitoare la oferta publică obligatorie de preluare.

Secțiunea a 6-a. Termenul în care trebuie lansată oferta publică obligatorie

Oferta publică obligatorie de preluare trebuie inițiată imediat după ce un acționar a atins nivelul de deținere de 33% din drepturile de vot ale unui emitent admis la tranzacţionare pe o piaţă reglementată, dar **nu mai târziu de două luni de la data atingerii respectivei deţineri.**

Data atingerii deţinerii este reprezentată de **data la titlurile** cu care s-a atins sau depăşit procentul de 33% **au intrat în patrimoniul acţionarului** respectiv, fiind, de regulă, data decontării tranzacţiei de cumpărare ce a condus la depăşirea pragului sus-menţionat.

Depăşirea termenului maxim de două luni de la data atingerii sau depăşirii pragului de 33% îl situează pe acţionarul respectiv **în afara cadrului legal**, pe tărâmul contravenţional.

Secţiunea a 7-a. Preţul ofertei publice obligatorii de preluare

7.1. Natura juridică a preţului ofertelor publice obligatorii de preluare. Dreptul la un preţ legal

Preţul oferit în cadrul ofertelor publice de preluare obligatorii este un **preţ legal**, stabilit potrivit unor norme imperative ale legii, de la care nu se poate deroga în baza convenţiei părţilor.

Acţionarii minoritari ai unei societăţi admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată sunt titularii unui veritabil drept la un preţ legal, care se naşte *ope legis* în patrimoniul lor atunci când o persoană atinge un prag de deţinere de 33% din drepturile de vot ale emitentului[1].

Dreptul acţionarilor minoritari la un preţ legal se manifestă în situaţiile în care aceştia sunt nevoiţi să îşi înstrăineze acţiunile deţinute la un emitent, datorită **modificării esenţiale a condiţiilor în care îşi desfăşoară activitatea** societatea emitentă, condiţii avute în vedere în momentul în care au achiziţionat aceste acţiuni[2].

Dreptul la un preţ legal este un **drept subiectiv personal patrimonial**, de creanţă, relativ (titularul obligaţiei corelative este societatea emitentă), accesoriu dreptului de proprietate asupra acţiunilor, afectat de condiţia producerii unor evenimente limitativ enumerate în dispoziţiile legale, care influenţează în mod decisiv situaţia societăţii emitente[3].

Natura „legală" a preţului ofertelor publice de preluare este fundamentată pe principiul protecţiei investitorilor, obiectivul legiuitorului fiind **eliminarea riscului unor eventuale abuzuri de drept** din partea ofertantului, interesant evident, să ofere un preţ cât mai redus.

În sistemul de *common law*, nu se face vorbire de existenţa unui preţ legal, în special datorita absenţei dreptului codificat, ci se utilizează noţiunea de „preţ corect" – *fair price*, instituţie preluată şi în dreptul comunitar al Uniunii Europene. Conceptul de *fair price* existent în legislaţia comunitară are conotaţii de generalitate, neexistând o definiţie a sa în actele normative emise de Uniunea Europeană.

---

[1] *C. Duţescu*, Drepturile acţionarilor, ed. a 2-a, p. 604.

[2] Ibidem, p. 603.

[3] Ibidem.

7.2. Modalitatea de determinare a preţului ofertei publice obligatorii de preluare

7.2.1. Regula principală-preţul cel mai mare plătit de ofertant în ultimele 12 luni

Într-o decizie celebră pronunţată de Curtea Supremă a Statului California, în cazul *Jones vs. H.F. Ahmanson & Co*, în 1969, s-a stipulat fără echivoc faptul că acţionarul majoritar nu va putea uza de **puterea sa de control asupra societăţii în dauna acţionarilor minoritari**[1]. Potrivit acestei reguli fundamentale, a fost statuat un drept al acţionarilor minoritari la un preţ echitabil, corespunzător preţului primit de acţionarul majoritar pentru pachetul sau de acţiuni, chiar dacă acest pachet prezenta atractivitate sporită şi beneficia de o primă la vânzare. Curtea Supremă a Californiei a stabilit că principiul echităţii reclamă ca şi acţionarii minoritari să beneficieze de această primă de vânzare.

Ca urmare a acestui precedent judiciar, în **Statele Unite** funcţionează în prezent regula potrivit căreia **acţionarii minoritari**, în cadrul unei oferte de preluare iniţiată de o persoană care a dobândit controlul asupra unei societăţi emitente **nu pot primi un preţ pe acţiune inferior celui plătit fostului acţionar majoritar**.

În cadrul Uniunii Europene funcţionează regula statuată de art. 5 alin. (4) din Directiva 2004/25/CE, preluată şi în art. 204 alin.(1) din Legea nr. 297/2004, respectiv **„preţul cel mai ridicat plătit** pentru aceleaşi valori mobiliare de către ofertant sau de către persoane care acţionează în mod concertat cu acesta, pe parcursul unei perioade, determinate de statele membre, de minim 6 luni şi maxim 12 luni care preced oferta."

Această regulă existentă în art. 5 alin. (4) din Directiva 2004/25/CE îşi dovedeşte pe deplin neajunsurile în cazul ofertelor publice de preluare iniţiate pentru **schimbarea indirectă a controlului.**

În aceste cazuri de preluare indirectă, nu va exista un preţ plătit de către persoana care a dobândit controlul pentru acţiunile emitentului, întrucât aceasta a achiziţionat titluri ale unei alte companii (uneori veritabil vehicul financiar, fără nicio activitate comercială), ci va fi vorba de un preţ achitat pentru obţinerea controlului, ce va ţine cont, fără îndoială, de valoarea afacerii respective.

Într-o asemenea situaţie vor fi aplicate celelalte criterii de determinare a preţului, putându-se ajunge la o valoare extrem de diferită faţă de preţul real plătit, în mod indirect, de către acţionarul majoritar indirect pentru dobândirea controlului asupra societăţii ţintă admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată.

Apreciem că aplicarea criteriului celui mai mare plătit de ofertant în ultimele 12 luni nu satisface pe deplin spiritul Directivei privind ofertele publice de preluare, chiar dacă definiţia preţului echitabil conţinută de dispoziţiile art. 5 alin. (4) din Directivă este neechivocă. De aceea, apreciem că autorităţile de supraveghere ale pieţelor de capital au un rol esenţial în acest sens, acela de a aprecia cu obiectivitate dacă cel mai mare preţ plătit pentru aceleaşi valori mobiliare de către ofertant sau de către persoane care acţionează în mod concertat cu acesta, pe parcursul ultimelor 12 luni poate fi considerat echitabil, corect, sau nu.

---

[1] *F.H. Easterbrook, D.R. Fischel*, The economic structure of corporate law, Harvard University Press, 1996, p. 131.

De altfel, art. 5 alin. (4) teza a II-a din Directivă stipulează dreptul autorităţilor administrative de a „modifica" preţul stabilit pe criteriul celui mai mare preţ plătit în ultimele 12 luni, în circumstanţe şi în conformitate cu criterii clar determinate. În acest sens, pot fi stabilite o listă de circumstanţe în care preţul cel mai ridicat se poate modifica în sus sau în jos, spre exemplu, în cazul în care preţul cel mai ridicat a fost determinat prin acord între cumpărător şi un vânzător, în cazul în care preţurile de piaţă ale valorilor mobiliare în cauză au fost manipulate, în cazul în care preţul de piaţă în general sau anumite preţuri de piaţă în special au fost afectate de evenimente excepţionale sau pentru a permite salvarea unei societăţi aflate în dificultate.

Legiuitorul naţional **are libertatea de a defini criteriile** care trebuie utilizate în aceste cazuri, putând stabili, spre exemplu, ca preţul ofertei să fie valoarea medie de piaţă pe parcursul unei anumite perioade, valoarea de lichidare a societăţii sau alte criterii obiective de evaluare utilizate în general în analiza financiară.

Pentru **determinarea celui mai mare preţ plătit** de ofertant sau de persoanele cu care acesta acţionează în mod concertat sunt luate în considerare **toate operaţiunile** (oferte publice, operaţiuni de cumpărare derulate pe pieţele reglementate, majorări de capital social etc.) **prin care ofertantul şi/sau persoanele cu care acesta acţionează în mod concertat au dobândit acţiuni** ale societăţii subiect al ofertei, în respectiva perioadă.

7.2.2. Criteriile secundare de stabilire a preţului ofertei publice obligatorii de preluare

Potrivit dispoziţiilor art. 68 alin. (3) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, criteriul celui mai mare preţ plătit de ofertant în ultimele 12 luni **nu se aplică** în cazul în care ofertantul sau persoanele cu care acesta acţionează în mod concertat **nu au achiziţionat acţiuni ale societăţii** subiect al ofertei publice de preluare obligatorii în perioada de 12 luni anterioară datei de depunere la C.N.V.M. a documentaţiei de ofertă sau dacă **C.N.V.M.**, din oficiu sau ca urmare a unei sesizări în acest sens, apreciază că operaţiunile prin care s-au achiziţionat acţiuni, sunt de natură să influenţeze **corectitudinea modului de stabilire a preţului.**

În situaţia în care nu este aplicabil criteriul celui mai mare preţ plătit de ofertant în ultimele 12 luni preţul oferit în cadrul ofertei publice de preluare obligatorii este **cel puţin egal cu cel mai mare preţ dintre următoarele valori** determinate de către un evaluator independent înregistrat la C.N.V.M. şi desemnat de ofertant:

a) preţul mediu ponderat de tranzacţionare, aferent ultimelor 12 luni anterioare datei de depunere la C.N.V.M. a documentaţiei de ofertă;

b) valoarea activului net al societăţii, împărţit la numărul de acţiuni aflat în circulaţie, conform ultimei situaţii financiare;

c) valoarea acţiunilor rezultate dintr-o expertiză efectuată în conformitate cu standardele internaţionale de evaluare.

Dintre cele trei criterii subsidiare, primul prezintă relevanţă deosebită, întrucât, aparent, constituie metoda de determinare a preţului cu cel mai ridicat grad de **obiectivitate**. Este evident că evaluatorul nu poate stabili în mod subiectiv acest preţ mediu de tranzacționare, aflându-ne în prezența unor valori certe, publice, înregistrate în urma tranzacționării titlurilor emitentului în perioada de referință.

Criteriul prețului mediu ponderat de tranzacționare aferent ultimelor 12 luni anterioare datei de depunere la C.N.V.M. a documentației de ofertă este, cu toate acestea, extrem de discutabil. Apreciem că, *de lege lata*, această metodă de stabilire a prețului de ofertă își găsește o consacrare legislativă improprie, deoarece deschide calea manifestării de voință discreționare subiective a ofertantului.

În condiții de piață cu un trend descendent, persoana care are obligația lansării ofertei publice de preluare, va întârzia depunerea documentație de ofertă la C.N.V.M. până în momentul în care prețul mediu de tranzacționare aferent ultimelor 12 luni va ajunge la un nivel suficient de scăzut pentru a corespunde intereselor ofertantului ce deține pachetul de control asupra emitentului. O astfel de situație a intervenit în cazul mai multor emitenți admiși la tranzacționare pe piața de capital din România, a căror pachete de acțiuni de control și-au schimbat proprietarul în cursul anilor 2007-2008, în condițiile unei acute deprecieri a prețului de piață a titlurilor respective.

Apreciem că prețul ofertei publice obligatorii trebuie calculat în funcție de momentul la care era scadentă obligația legală de efectuare a ofertei publice.

De altfel, toate cele trei criterii enumerate în cadrul art. 204 alin. (2) trebuie să fie aplicate în funcție de momentul scadenței obligației de a efectua oferta publică de preluare. Prețul pe acțiune calculat prin metoda activului net contabil trebuie determinat potrivit aceluiași principiu care impune luare în considerare a condițiilor economice existente la data la care trebuia, potrivit legii, inițiată oferta publică obligatorie de preluare. Pentru identitate de rațiune, expertiza efectuată în temeiul standardelor internaționale de evaluare va trebui să ia în calcul datele economice de la momentul scadenței obligației de efectuare a ofertei publice, respectiv la expirarea termenului de două luni de la dobândirea directă sau indirectă a controlului asupra emitentului.

Susținerea în sensul că prețul ofertei publice ar trebui determinat în funcție de condițiile și valorile înregistrate în momentul în care se va iniția oferta ar reprezenta o încălcare flagrantă a principiului de drept *nemo auditur propriam turpitudinem allegans*.

Decizia de a nu efectua oferta publică în termenul legal a situat acționarul majoritar indirect și persoanele cu care acesta acționează în mod concertat în afara prevederilor legale. Acționarul majoritar indirect și persoanele cu care acesta acționează în mod concertat nu pot invoca în acest moment aplicarea criteriilor legale de determinare a prețului în funcție de realitățile economice existente în prezent, în condițiile în care obligația de inițiere a ofertei publice era scadentă la un termen anterior, depășit cu rea-credință.

În situația în care sunt incidente prevederile art. 68 alin. (3) din Regulamentul nr. 1/2006, prețul ofertei este necesar a fi cel puțin egal cu cel mai mare preț dintre următoarele valori determinate de către un evaluator independent înregistrat la C.N.V.M. și desemnat de ofertant:

a) prețul mediu ponderat de tranzacționare, aferent ultimelor 12 luni anterioare datei la care ar fi trebuit depusă la C.N.V.M. documentația de ofertă;

b) valoarea activului net al societății, împărțit la numărul de acțiuni aflat în circulație, conform ultimei situații financiare existente la momentul în care trebuia inițiată oferta publică de preluare;

c) valoarea acţiunilor rezultate dintr-o expertiză efectuată în conformitate cu standardele internaţionale de evaluare.

În situaţia în care persoanele care au obligaţia de a lansa oferta publică depăşesc termenul limită de două luni prevăzut de art. 203 din Legea nr. 297/2004 **este nelegal a li se permite să profite de evoluţia negativă a cursului instrumentelor financiare** în vederea lansării ofertei publice obligatorii la un preţ inferior celui care s-ar fi înregistrat în condiţiile în care s-ar fi conformat cerinţelor legale imperative.

Tendinţa firească şi interesul acţionarilor majoritari este de a plăti o sumă **cât mai redusă** în cadrul ofertei publice. Acest interes vine în coliziune cu interesele acţionarilor minoritari, creditorii obligaţiei de a lansa oferta publică de preluare, aflată în sarcina persoanei care deţine direct sau indirect controlului asupra a mai mult de 33% din drepturile de vot ale emitentului.

Pe de altă parte, prin nederularea ofertei publice în termenul legal, acţionarul majoritar indirect, debitor al obligaţiei de a iniţia oferta, obţine un **credit pe termen nedeterminat de la acţionarii minoritari ai emitentului**, care au calitatea de creditori ai obligaţiei de efectuare a ofertei publice.

Din acest considerent esenţial, apreciem că **aplicarea condiţiilor existente la momentul scadenţei obligaţiei efectuării ofertei publice** la stabilirea preţului reprezintă o cerinţă minimă a asigurării respectării principiului protecţiei investitorilor care guvernează Directiva nr. 25/2004.

În mod evident, neiniţierea ofertei publice de către acţionarul majoritar sau de către persoanele cu care acesta acţionează concertat în termenul legal de două luni de la dobândirea controlului reprezintă o **cauză generatoare de prejudicii** pentru patrimoniile acţionarilor minoritari ai emitentului. Nu este indiferent momentul la care aceşti acţionari minoritari pot să-şi valorifice dreptul de a-şi înstrăina acţiunile deţinute în cadrul procedurii ofertei publice.

În vederea recuperării prejudiciului creat de neiniţierea ofertei publice în termenul legal, acţionarii minoritari creditori ai obligaţiei se pot prevala de dispoziţiile art. 1531 NCC, care stipulează sarcina debitorului de a acoperi atât prejudiciul efectiv (*damnum emergens*), cât şi beneficiul nerealizat (*lucrum cesans*), precum şi cheltuielile pe care creditorul le-a făcut, într-o limită rezonabilă, pentru evitarea sau limitarea prejudiciului. Este vorba de principiul de drept care statuează **principiul reparării integrale a prejudiciului.**

În aceste condiţii, neefectuarea ofertei publice la data scadenţei prevăzute în art. 203 din lege, aşează în sarcina persoanei care are a dobândit controlul asupra emitentului obligaţia de a dezdăuna acţionarii minoritari, inclusiv prin **plata contravalorii beneficiului nerealizat**, constând într-o valoare ce va reprezenta cel puţin dobânda legală, astfel cum este această instituţie definită în cadrul art. 3 alin. (1) din O.G. nr. 13/2011.

Neaplicarea criteriilor legale de stabilire a preţului în funcţie de momentul la care era scadentă obligaţia legală de efectuare a ofertei publice ar determina **imposibilitatea** respectării principiului de drept al reparării integrale a prejudiciului, statuat în art. 1531 NCC.

7.3. Procedura determinării preţului de ofertă în baza criteriilor subsidiare de către evaluatorul independent

7.3.1. Condiţiile pe care trebuie să îndeplinească evaluatorul

Potrivit dispoziţiilor art. 69 alin. (1) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2008, **condiţiile profesionale** pe care trebuie să le îndeplinească evaluatorul independent sunt următoarele:

a) să fie persoană juridică acreditată de către Asociaţia Naţională a Evaluatorilor din România (ANEVAR) al cărei obiect de activitate se referă la prestarea de servicii în domeniul financiar-contabil şi de consultanţă pentru afaceri şi management;

b) să fie persoană fizică membru acreditat ANEVAR (specializare Evaluare întreprinderi) sau membru al unor organizaţii profesionale de evaluare afiliate Grupului European al Asociaţiilor de Evaluatori (TEGoVA) ori al altor organizaţii internaţionale recunoscute de ANEVAR;

c) persoana juridică de la lit. a), respectiv persoana fizică de la lit. b) trebuie să lucreze într-o echipă cu un auditor financiar membru activ al Camerei Auditorilor Financiari, denumită în continuare CAFR şi un consultant de investiţii autorizat de C.N.V.M., cu care a stabilit relaţii contractuale în vederea realizării activităţii de evaluare prevăzute la art. 68 alin. (4);

d) să aibă o asigurare de răspundere profesională de minimum 10.000 euro (persoană fizică) şi 50.000 euro (persoană juridică).

Înregistrarea evaluatorilor la C.N.V.M. se face în baza confirmării de către ANEVAR a îndeplinirii condiţiilor profesionale.

Condiţiile de independenţă pe care trebuie să le îndeplinească evaluatorul sunt următoarele:

a) evaluatorul sau o persoană implicată cu acesta să nu fie acţionarul, asociatul sau o persoană implicată cu partea interesată;

b) onorariul evaluatorului să nu depindă, parţial ori în întregime, de un acord, aranjament sau înţelegere care conferă evaluatorului ori unei persoane implicate cu acesta un stimulent financiar pentru concluziile exprimate în evaluare ori pentru finalizarea tranzacţiei;

c) evaluatorul sau o persoană implicată cu acesta să nu fie acţionar cu poziţie semnificativă, administrator sau să aibă o altă funcţie cu putere de decizie într-un intermediar interesat în tranzacţie;

d) evaluatorul să nu fie auditorul financiar al ofertantului şi nici persoană implicată cu auditorul;

e) evaluatorul sau o persoană implicată cu acesta să nu aibă un alt interes financiar legat de finalizarea tranzacţiei;

f) evaluatorul sau o persoană implicată cu acesta să nu aibă în derulare sau să nu fi derulat în ultimele 24 de luni cu emitentul, ofertantul ori cu persoane implicate alte activităţi comerciale.

Îndeplinirea condiţiilor de independenţă de către evaluator va fi certificată printr-o declaraţie pe propria răspundere, întocmită în formă autentică.

Pentru determinarea preţului, evaluatorii au obligaţia să acţioneze în mod imparţial, **obiectiv şi echidistant** faţă de toate persoanele interesate pentru determinarea preţului în oferta publică.

În conformitate cu prevederile art. 69 alin. (6) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, **furnizarea de informaţii false** privind îndeplinirea condiţiilor de independenţă intră sub incidenţa prevederilor legale în vigoare.

7.3.2. Efectuarea evaluării în vederea stabilirii preţului de ofertă

În vederea determinării preţului în oferta publică de preluare obligatorie, respectiva societate are obligaţia ca, la solicitarea evaluatorilor, să pună la dispoziţia acestora în cel mult cinci zile lucrătoare orice documente, date sau informaţii publice.

Evaluatorii au la dispoziţie minimum 10 zile lucrătoare pentru realizarea evaluării, astfel încât să se respecte termenul prevăzut la art. 203 alin. (1) din Legea nr. 297/2004.

Evaluatorii sunt ţinuţi să nu utilizeze în interes propriu sau al vreunui terţ informaţiile privilegiate la care au acces ca urmare a întocmirii raportului de evaluare, în caz contrar fiind supuşi rigorilor legii.

Dispoziţiile art. 204 alin. (2) lit. c) fac vorbire de Standardele Internaţionale de Evaluare ce vor fi avute în vedere la stabilirea preţului ofertei. Aceasta înseamnă ca vor fi aplicate metodele de calcul menţionate în aceste standarde.

În mod obligatoriu, ţinând cont şi de dispoziţiile cuprinse în Standarde, evaluatorul trebuie să efectueze o expertiză a activelor societăţii emitente şi să nu se mulţumească cu redarea datelor înscrise în situaţiile financiare anuale sau semestriale ale emitentului. Această precizare este deosebit de importantă, ţinând cont de faptul că valoarea societăţii din punct de vedere al activului net contabil nu se regăseşte întotdeauna în situaţiile financiare.

În consecinţă, operaţiunea de stabilire a preţului pe acţiune de către evaluatorul independent va fi complexă. În cazul în care va utiliza metoda activului net contabil, expertul este ţinut să îndeplinească anumiţi **paşi obligatorii**[1]:

a) dacă este cazul, evaluatorul va realiza în primul rând o **reevaluare a tuturor imobilizărilor corporale ale societăţii.** La un anumit moment, H.G. nr. 1553/2003, privind reevaluarea imobilizărilor corporale şi stabilirea valorii de intrare a mijloacelor fixe[2] a prevăzut posibilitatea pentru toate societăţile comerciale, indiferent de forma de proprietate, de a-şi reevalua imobilizările corporale, astfel încât rezultatul reevaluării să fie cuprins în situaţiile financiare aferente anului 2003. În cazul efectuării unei evaluări a preţului pe acţiune conform Standardelor Internaţionale de Evaluare reevaluarea imobilizărilor corporale este obligatorie. Principiul în funcţie de care evaluatorul va determina valoarea activelor societăţii va fi cel intitulat ***highest and best use*** – cea mai bună şi cea mai profitabilă utilizare. Conform acestui principiu se va stabili valoarea activelor în funcţie de cea mai bună şi profitabilă utilizare a lor şi nu de utilizarea pe care o au la un anumit moment.

b) în cea de a doua etapă **se va determina activul net contabil al societăţii.** Activul net contabil determinat în conformitate cu IAS (Standardele Internaţionale de Contabilitate – n.n.) se obţine ca diferenţă între activul reevaluat corijat conform Standardelor Internaţionale de Contabilitate şi datoriile de orice fel. Activul reevaluat conform IAS rezultă din reevaluarea tuturor elementelor de activ (cu deosebire imobilizări, stocuri, creanțe) ținând seama de deprecierea monetară, modalitățile de amortizare, evoluția unor prețuri, contabilizarea operațiilor și proceselor, utilitatea și alți factori care pot antrena distorsiuni importante între bilanțul contabil și bilanțul economic. În esență, activul net contabil conform Standardelor Internaționale de Contabilitate reprezintă mărimea capitalului necesar pentru a reconstitui patrimoniul existent al societății la nivelul valorii de utilitate a acestuia la data evaluării.

---

[1] *C. Duţescu*, Drepturile acţionarilor, p. 655-656.

[2] M.Of. nr. 21 din 12 ianuarie 2004.

c) în fine, ultima etapă o reprezintă **stabilirea prețului pe acțiune conform activului net contabil**, în esență fiind vorba de o operațiune de împărțire a valorii activului net determinat în funcție de Standardele Internaționale de Contabilitate la numărul de acțiuni ale emitentului.

În cazul în care autoritatea administrativă acceptă un preț al ofertei propus de către ofertant, însă există divergențe între acesta și acționarii minoritari cu privire la corectitudinea prețului, este **rolul instanțelor de judecată** să stabilească, pe baza evaluărilor experților de specialitate, care este prețul corect datorat acționarului care își înstrăinează titlurile datorită unor motive exterioare voinței sale, cum ar fi schimbarea controlului asupra societății emitente.

Secțiunea a 8-a. Excepții de la obligativitatea ofertei publice de preluare

Persoana care a depășit pragul de 33% din capitalul social al unui emitent admis la tranzacționare pe o piață reglementată nu va fi obligat să efectueze o ofertă publică de preluare atunci când a depășit pragul de 33% din drepturile de vot asupra emitentului în situațiile special, pe care legiuitorul le-a prevăzut în mod expres și limitativ.

Rațiunea pentru care nu sunt incidente dispozițiile legale privind obligativitatea ofertei publice în astfel de situații rezidă în aceea că o astfel de obligație ar fi pentru persoana în cauză prea oneroasă și disproporționată față de scopul urmărit.

De altfel, considerentele 10 și 11 ale Directivei 2004/25/CE arată că obligația de a face o ofertă tuturor deținătorilor de valori mobiliare nu ar trebui să se aplice participațiilor de control care există deja la data intrării în vigoare a legislației interne de transpunere a prezentei directiv, și nici în cazul achiziției de valori mobiliare care nu conferă drepturi de vot la adunările generale ordinare ale acționarilor.

8.1. Tranzacțiile exceptate

Dispozițiile art. 205 instituie cinci cazuri – patru în cadrul alin. (2), iar al cincilea în cuprinsul alin. (3) – în care este abolită obligativitatea lansării unei oferte publice de preluare de către persoana ale cărei dețineri au depășit pragul legal de 33% prevăzut de art. 203 alin. (1). Aceste **excepții de la obligativitatea ofertei publice** se adaugă celei prevăzute de art. 203 alin. (3) aplicabile în situația în care schimbarea controlului asupra emitentului a intervenit înainte de intrarea în vigoare a Legii pieței de capital.

Fiecare dintre aceste cazuri are o **cauzalitate aparte**, generată de scopul operațiunii juridice care conduce la depășirea pragului de control de 33%.

Dobândirea poziţiei de control în modalităţile prevăzute de art. 205 alin. (2) se realizează de către persoana în cauză în mod intenţionat, legiuitorul acordându-i acesteia un **beneficiu legal**, prin norme speciale derogatorii şi de strictă interpretare, scutindu-l de obligaţia efectuării ofertei publice de preluare, datorită condiţiilor deosebite în care se depăşeşte pragul de control de 33%.

În cazul dobândirii pachetului de control în cadrul procesului de **privatizare**, au fost avute în vedere justificări pur economice legate de **interesul trecerii din proprietatea statului în proprietate privată** a unor pachete de acţiuni (majoritare sau nu). A primat în acest caz interesul naţional al privatizării, al rentabilizării economiei. Din nefericire, în multe cazuri trecerea din patrimoniul statului în patrimoniul privat s-a făcut la preţuri inferioare valorii reale a acţiunilor, sub valoarea de tranzacţionare din momentul respectiv, acest fapt fiind facilitat şi de metoda de privatizare aleasă.

În situaţia **achiziţionării de acţiuni de la Ministerul Finanţelor Publice** sau de la alte entităţi abilitate legal, în cadrul procedurii executării creanţelor bugetare legiuitorul a avut în vedere interesul primordial al **asigurării recuperării sumelor la bugetul de stat**. În acest caz, în ipoteza în care o persoană achiziţionează în cadrul procedurii de executare silită, iniţiată de către organele fiscale abilitate să întreprindă măsuri de executare silită, potrivit dispoziţiilor art. 136 C.proc.fisc.,[1] obiectivul îndeplinirii cu succes a măsurilor de executare silită a determinat legiuitorul să asigure un stimulent persoanei care achiziţionează acţiuni ale unui emitent în cadrul acestor proceduri, constând în scutirea de obligaţia de a derula ulterior o ofertă publică de preluare. În lipsa acestui stimulent, riscul imposibilităţii valorificării acţiunilor aflate în patrimoniul unui debitor al bugetului de stat ar fi, cu siguranţă, sporit.

Transferurile de acţiuni realizate între societatea-mamă şi filialele sale sau între filialele aceleiaşi societăţi-mamă reprezintă, de asemenea, tranzacţii exceptate. Raţiunea pentru care a fost instituită această excepţie constă în **evitarea impunerii unor obligaţii prea oneroase unor firme din cadrul aceluiaşi grup**. Pot exista situaţii practice în care firma mamă a derulat o ofertă publică de preluare, voluntară sau obligatorie, iar în absenţa acestei excepţii o nouă ofertă de preluare ar fi trebui lansată şi de către subsidiară.

Trebuie subliniat faptul că noţiunea de **filială** este definită în cadrul art. 2 alin. (1) pct. 6, cu raportare la prevederile art. 2 alin. (1) pct. 27 din Legea pieţei de capital, fiind, în principiu, **o societate comercială controlată de o altă societate**.

În cazul acestei excepţii de la obligativitatea ofertelor publice de preluare, există **riscul eludării normelor legale imperative**, prin realizarea transferului unor pachete de control asupra unui emitent între entităţi care nu sunt legate prin relaţii societate mamă-filială, prin intermediul unor tranzacţii complexe în care se transmite controlul efectiv asupra unor vehicule financiare. Spre exemplu, societatea B deţine un pachet de acţiuni reprezentând peste 33% din titlurile societăţii A, admisă la tranzacţionare pe o piaţă reglementată şi ajunge la un acord cu societatea C privind transferul pachetului de control. Pentru acest deziderat societatea B constituie o societate comercială nouă intitulată D (denumită în limbaj financiar SPV - „*special purpose vehicle*") la care este unic acţionar. D va avea statutul de filială al firmei mamă B, acţionar majoritar al societăţii ţintă A. Tranzacţia propriu-zisă între B şi C se va realiza prin transferul dreptului de proprietate asupra majorităţii acţiunilor SPV-ului D de la B către C.

---

[1] M.Of. nr. 513 din 31 iulie 2007.

Evitarea aplicării prevederilor legale privind derularea unei oferte publice de preluare se poate realiza şi prin **transferul unui control *de facto***, chiar dacă *de iure* nu intervine un transfer direct sau indirect al deţinerilor majoritare. Acest control *de facto* presupune ca administrarea societăţii să fie realizată de către entitatea care a preluat controlul, chiar dacă acţionarul majoritar direct şi/sau indirect nu se schimbă.

În asemenea cazuri, sunt incidente prevederile legale din materia **preluării indirecte** a controlului.

În sfârşit, **derularea unei oferte publice de preluare voluntară** adresată tuturor deţinătorilor respectivelor valori mobiliare şi având ca obiect toate deţinerile acestora, îl **exonerează** pe ofertantul respectiv de sarcina de a derula şi o ofertă de preluare obligatorie.

În cadrul parag. 11 al „Preambulului" Directivei 2004/25/CE se arată că obligaţia de a lansa o ofertă nu ar trebui să se aplice în cazul achiziţiei de valori mobiliare neînsoţite de drepturi de vot la adunările generale ordinare ale acţionarilor. Cu toate acestea, se menţionează, statele membre ar trebui să poată prevedea că obligaţia de a face o ofertă tuturor deţinătorilor de valori mobiliare nu se referă numai la valorile mobiliare însoţite de drepturi de vot, ci şi la valorile mobiliare însoţite de drepturi de vot doar în situaţii particulare sau neînsoţite de drepturi de vot.

Legea română raportează în mod explicit pragul de control de 33% la totalul drepturilor de vot, astfel încât prevederile legale din materia ofertei publice obligatorii se aplică în România numai în ipoteza în care o persoană depăşeşte nivelul respectiv de deţineri în privinţa acţiunilor cu drept de vot şi nu şi în cazul celor preferenţiale, cu dividend prioritar, fără drept de vot.

În cadrul vechii legi a pieţei de capital din România, O.U.G. nr. 28/2002[1], art. 135 alin. (2) pct. 2, în prezent abrogată prin Legea nr. 297/2004, era prevăzută o situaţie suplimentară în care dobândirea poziţiei de control nu atrăgea obligativitatea efectuării ofertei publice de preluare, respectiv în cazul adjudecării în cadrul **procedurii falimentului sau executării silite**. Noua lege a păstrat caracterul de excepţie doar pentru tranzacţiile încheiate în cadrul executării silite a creanţelor bugetare, eliminând beneficiul legal de care se bucurau achiziţiile de acţiuni, peste pragul de control, în cadrul executării silite de drept comun sau al falimentului. O raţiune a acestei excluderi constă în faptul că falimentul sau executarea silită pot fi reale sau fictive. Pentru a se evita efectuarea unei oferte publice de preluare, acţionarul majoritar putea încheia un acord cu persoana interesată să preia pachetul de control. Apoi se putea crea o stare de insolvenţă, în urma lichidării, viitorul acţionar majoritar putând achiziţiona nestingherit pachetul de control. Mult mai simplu se putea proceda în cazul unei executări silite începute în mod fictiv, creditor fiind persoana care intenţiona preluarea controlului. Executarea silită era derulată exclusiv în scopul realizării transferului pachetului de control, obiectivul final fiind evitarea obligativităţii lansării ofertei publice de preluare.

---

[1] M.Of. nr. 238 din 9 aprilie 2002.

8.2. Depășirea neintenționată a pragului de control de 33% din totalul drepturilor de vot

Potrivit art. 205 alin. (5) din Legea nr. 297/2004, dobândirea poziției reprezentând mai mult de 33% din drepturile de vot asupra emitentului se consideră neintenționată, dacă s-a realizat ca efect al unor operațiuni precum:

a) reducerea capitalului, prin răscumpărarea de către societate a acțiunilor proprii, urmată de anularea acestora;

b) depășirea pragului, ca rezultat al exercitării dreptului de preferință, subscriere sau conversie a drepturilor atribuite inițial, precum și al convertirii acțiunilor preferențiale în acțiuni ordinare;

c) fuziunea/divizarea sau succesiunea.

În conformitate cu dispozițiile art. 205 alin. (3) din Legea nr. 297/2004 privind piața de capital, dobândirea în mod involuntar a unui număr de acțiuni care au atașate, în total, peste 33% din numărul de voturi ale emitentului atrage, în situația în care titularul dreptului de proprietate asupra acțiunilor respective nu derulează o ofertă publică, **obligația** acestuia de **a înstrăina** un număr de acțiuni, corespunzător pierderii poziției dobândite fără intenție. Derularea ofertei publice sau înstrăinarea acțiunilor ce exced pragul de 33% trebuie să se realizeze în termen de maxim trei luni de la depășirea limitei legale.

Semnificativ în această reglementare este **elementul intențional-volitiv al dobândirii poziției** respective.

În opinia noastră, prevederile art. 205 alin. (5) sunt de **strictă interpretare**, neputând fi introduse pe calea reglementării de la nivelul legislației secundare, ori pe cale pretoriană, prin interpretarea normelor existente, alte situații care să fie calificate juridic drept depășire neintenționată a nivelului de control de 33%.

În aceste condiții, din textul legal rezultă că orice depășire a poziției de 33% din totalul drepturilor de vot ale unui emitent admis la tranzacționare pe o piață reglementată printr-o **tranzacție efectuată în piață** trebuie considerată drept **depășire intenționată** a pragului respectiv, ce atrage obligativitatea lansării ofertei publice de preluare.

Întrebarea care se pune este dacă subzistă obligația efectuării ofertei publice de preluare în cazul unei depășiri intenționate a pragului de control urmată de înstrăinarea titlurilor ce excedeau pragului de 33% din totalul drepturilor de vot? Din analiza excepțiilor de la obligativitatea lansării ofertei publice de preluare, menționate în cadrul art. 205 alin. (2), constatăm absența unei astfel de situații din rândul cazurilor în care nu se aplică norma juridică imperativă ce impune efectuarea ofertei de preluare. Apoi, subliniem faptul că nici enumerarea limitativă din cadrul art. 205 alin. (5) nu vizează depășirea pragului de 33% în urma unei tranzacții încheiate pe piață.

În aceste condiții, apreciem că **odată născută în sarcina persoanei care a depășit pragul de 33% a obligației de a efectua oferta publică, aceasta nu se poate stinge decât prin executare**, respectiv prin derularea ofertei de preluare, fiind nerelevantă înstrăinarea ulterioară a unor titluri în vederea coborârii nivelului deținerilor sub pragul de control.

Capitolul IX. Retragerea acționarilor dintr-o societate comercială (procedurile de *squeeze out* și de *sell out*)

Secțiunea 1. Conținutul dreptului de *squeeze out*

Potrivit dispozițiilor art. 206 alin. (1) din Legea nr. 297/2004, în situația în care este derulată o ofertă publică de cumpărare adresată tuturor acționarilor și pentru toate deținerile acestora, ofertantul are dreptul să solicite acționarilor care nu au subscris în cadrul ofertei să-i vândă respectivele acțiuni, la un preț echitabil, dacă acesta se află în una din următoarele situații:

a) deține acțiuni reprezentând mai mult de 95% din capitalul social;

b) a achiziționat, în cadrul ofertei publice de cumpărare adresată tuturor acționarilor și pentru toate deținerile acestora, acțiuni reprezentând mai mult de 90% din cele vizate în cadrul ofertei.

În cazul în care societatea a emis mai multe clase de acțiuni, dispozițiile legale privind exercitarea dreptului de *squeeze out* se vor aplica separat pentru fiecare clasă.

Textul art. 206 din Legea nr. 297/2004 reprezintă transpunerea în legislația română a prevederilor art. 15 din Directiva 2004/25/CE. Dispozițiile normative europene constituie la rândul lor concretizarea legislativă a unui drept conferit de jurisprudența americană acționarului majoritar al unei societăți emitente admise la tranzacționare pe piața de capital de a determina ieșirea de la tranzacționare a unei societăți în cadrul căreia deține un procent foarte ridicat din drepturile de vot și din capitalul social.

Textul normativ european vizează acele societăți emitente admise la tranzacționare pe o **piață reglementată**, având următoarea **formulare**: „Statele membre se asigură că un ofertant poate solicita tuturor deținătorilor de valori mobiliare rămase să-i vândă aceste valori mobiliare la un preț corect. Statele membre introduc acest drept în unul dintre cele două cazuri de mai jos:

a) atunci când ofertantul deține valori mobiliare care reprezintă cel puțin 90 % din capitalul însoțit de drepturi de vot și 90 % din drepturile de vot ale societății în cauză sau

b) atunci când, după acceptarea ofertei, acesta a achiziționat sau s-a angajat ferm prin contract să achiziționeze valori mobiliare care reprezintă cel puțin 90 % din capitalul însoțit de drepturi de vot și 90 % din drepturile de vot care fac obiectul ofertei.

În cazul prevăzut la lit. a), statele membre pot stabili un prag mai ridicat, fără ca acesta să depășească 95 % din capitalul însoțit de drepturi de vot și 95 % din drepturile de vot."

În literatura juridică engleză și americană procedura derulată de către acționarul majoritar prevăzută în cadrul art. 206 din Legea nr. 297/2004 este intitulată *„squeeze out"*.

Am considerat[1], pornind de la titlul în limba engleză al art. 15 din Directiva nr. 25/2004, că se poate vorbi de existența unui veritabil drept de *squeeze out* al

---

[1] *C. Duțescu*, op. cit., ed. a 2-a, p. 657.

BCU CLUJ / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

acționarului majoritar care îndeplinește condițiile stipulate de art. 206 din Legea pieței de capital. Este adevărat că ar fi de preferat existența unei traduceri adecvate în limba română a acestei instituții juridice conturate în sistemul legislativ al Uniunii Europene. În acest sens, cea mai potrivită sintagmă ar apărea a fi **„dreptul de excludere"**, înțelegându-se, desigur, prin această formulare prerogativa acționarului majoritar de a-i exclude pe ceilalți acționari din societatea emitentă.

Secțiunea a 2-a. Definiția și caracterele contractului încheiat ca urmare a exercitării dreptului de *squeeze out* (excludere)

Instituția juridică intitulată *squeeze out* a fost definit în doctrină[1] drept „obligarea acționarilor minoritari de a vinde acțiunile deținute acționarului majoritar care intenționează să preia **controlul total** asupra societății."

Cu toate că legiuitorul european utilizează sintagma „poate solicita", fără a face vorbire de existența unei obligații a acționarilor minoritari de a contracta, în realitate suntem în prezența unei norme imperative și nu supletive care reglementează o **veritabilă îndatorire a acestora de a încheia contractul de vânzare-cumpărare** de acțiuni cu ofertantul – acționar majoritar.

Contractul de vânzare-cumpărare de acțiuni încheiate în cadrul procedurii prevăzute de art. 206 sunt **contracte obligatorii**, condițiile încheierii fiind prevăzute de normele legale.

Dreptul de *squeeze out* este un **drept subiectiv aflat în patrimoniul acționarului majoritar** al unei societăți comerciale, relativ, patrimonial, de creanță, accesoriu dreptului de proprietate asupra acțiunilor unui emitent, afectat de o dublă condiție:

- deținerea unui anumit procent din capitalul social și drepturile de vot ale societății emitente;
- plata către acționarii minoritari, deținători ai restului acțiunilor emitentului a unui preț corect, stabilit de regulă în baza unor criterii predefinite; în cazul în care criteriile sunt clar definite în normele legale, suntem în prezența unui „preț legal".

În legislația actuală a Uniunii Europene apare și o a treia condiție, respectiv aceea a **derulării în prealabil a unei oferte publice de preluare.**

Exercitarea dreptului de *squeeze out* reprezintă cea mai uzitată formă de **retragere de la tranzacționare** a unei societăți listate pe piața de capital din România.

Secțiunea a 3-a. Fundamentarea teoretică a introducerii textului legal privind procedura excluderii acționarilor minoritari în legislația Uniunii Europene

Filosofia legiuitorului european care a adoptat norma juridică din cadrul art. 15 al Directivei nr. 25/2004 s-a întemeiat pe necesitatea salvgardării interesului economic al investitorului care a dobândit într-o proporție covârșitoare acțiunile unui emitent admis la tranzacționare pe o piață reglementată.

BCU IASI / CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

---

[1] *D.L. Scott*, Wall Street Words, Ed. 3, Houghton Mifflin Reference Books, 2003, p. 355.

Instituţia *„squeeze out"-ului* a apărut drept o consecinţă a instituirii la nivelul legislaţiei comunitare a obligativităţii derulării unei oferte publice de preluare de către un acţionar care a dobândit controlul asupra unei companii.

În „Winter Group Final Report", grupul de experţi constituit de către Comisia Europeană arăta, în anul 2002, că „dreptul de *squeeze out* reprezintă o facilitate acordată acţionarului majoritar care deţine o proporţie covârşitoare din capitalul social de a achiziţiona deţinerile acţionarilor minoritari." În doctrină[1] s-a exprimat opinia potrivit căreia dreptul de *squeeze out* a fost acordat acţionarului majoritar ca o „compensaţie" pentru obligaţia sa de a iniţia o ofertă publică obligatorie.

Pentru a putea opera norma în discuţie, este necesar ca atingerea acestui procent de deţinere extrem de ridicat să se realizeze într-o singură modalitate: **în urma derulării unei oferte publice de preluare, voluntară sau obligatorie**, adresată tuturor celorlalţi acţionari ai societăţii emitente respective şi pentru toate deţinerile acestora. Această ofertă publică este concretizată prin determinarea unui preţ pe acţiune conform unor dispoziţii legale imperative. Astfel, ofertantul-acţionar majoritar nu va putea să ofere orice preţ celorlalţi acţionari ai emitentului, ci numai acel preţ care este calculat potrivit normelor legale incidente.

Exclusivitatea modalităţii de achiziţie de către acţionarul majoritar a acţiunilor emitentului, care dă naştere în patrimoniul acestuia a dreptului de *„squeeze out"*, are o semnificaţie clară: dreptul ia naştere în patrimoniul acţionarului majoritar care întruneşte condiţiile legale, întrucât **preţul plătit** de acesta în cadrul ofertei publice de preluare este considerat a fi un preţ corect (*„fair price"*), **îndeajuns de ridicat pentru a da satisfacţie acţionarilor minoritari** confruntaţi cu dobândirea controlului asupra societăţii de către un acţionar, într-o manieră covârşitoare.

În aceste condiţii, acţionarului care a atins pragul de deţinere de 95% sau care a dobândit în cadrul unei oferte publice peste 90% din acţiunile vizate, având în vedere sumele importante investite în titlurile emitentului respectiv, i se acordă de legiuitor posibilitatea de a dobândi totalitatea acţiunilor societăţii emitente, desigur la un preţ pe acţiune ce trebuie să corespundă exigenţelor unui preţ corect, calculat potrivit unor dispoziţii legale imperative.

Am apreciat că acest preţ corect poate fi definit drept **un preţ legal**, întrucât determinarea sa se realizează în baza unor prevederi legale imperative[2].

Pe de altă parte, textul legal european, preluat în cadrul art. 206 din Legea nr. 297/2004, ia în considerare şi **interesele acţionarilor minoritari** ai societăţii emitente în cauză. Având în vedere faptul că aceştia deţin împreună o participaţie redusă la capitalul social al emitentului, controlând un număr de voturi care nu le conferă nicio posibilitate de a influenţa în vreo modalitate activitatea societăţii, este firesc să li se acorde dreptul de retragere din compania respectivă, la un preţ echitabil. În cel mai fericit caz pentru aceşti acţionari minoritari, dacă s-ar coagula toate eforturile lor, ar putea valorifica în mod colectiv anumite drepturi conferite de Legea societăţilor comerciale nr. 31/1990, fără a putea impune adoptarea niciunei decizii în cadrul adunării generale a societăţii. Nu trebuie uitat că toţi acţionarii minoritari rămaşi într-o societate în care se poate exercita din punct de vedere legal dreptul de *squeeze out* au o deţinere cumulată de maxim 5% din capitalul social al emitentului. În practică, este cvasiimposibil ca zeci sau poate sute de acţionari, în societăţi în care a existat o dispersie mare a capitalului social, să formuleze cereri comune prin intermediul cărora să exercite drepturile specifice prevăzute de Legea nr. 31/1990 pentru acţionarii care deţin minim 5% din capitalul social al unei societăţi comerciale pe acţiuni: dreptul de a solicita convocarea adunării generale (art. 119), dreptul de a impune introducerea unor puncte noi pe ordinea de zi a unei adunări generale (art. 117^1), dreptul de a introduce o acţiune în despăgubiri, în nume propriu, dar în contul societăţii, împotriva administratorilor societăţii (art. 155^1) etc. În aceste circumstanţe, interesul acestor acţionari minoritari de a păstra deţinerile la capitalul social al emitentului devine minim.

---

[1] *S.M. Bartman*, European Company Law in Accelerated Progress, Centre for European Company Law, Ed. Kluwer Law International, 2006, p. 122.

[2] *C. Duţescu*, op. cit., ed. a 2-a, p. 659.

Secţiunea a 4-a. Condiţiile legale ale iniţierii procedurii prevăzute de art. 206 din Legea nr. 297/2004

Un acţionar majoritar are posibilitatea de a cere acţionarilor minoritari să-i vândă acţiunile ce le deţin dacă a derulat o ofertă publică de preluare voluntară sau obligatorie şi dacă se află în una din următoarele **situaţii**:

a) deţine acţiuni reprezentând **mai mult de 95% din capitalul social**;

b) a achiziţionat, în cadrul **ofertei publice de cumpărare (preluare)** adresată tuturor acţionarilor şi pentru toate deţinerile acestora, acţiuni reprezentând **mai mult de 90%** din cele vizate în cadrul ofertei.

Procentul de 95% prevăzut în cadrul art. 206 din capitalul social prevăzut se referă la 95% din **numărul total al acţiunilor cu drept de vot** şi la 95% din drepturile de vot. Tot astfel, procentul de 90% din acţiunile vizate în cadrul ofertei, prevăzut la art. 206 din Legea nr. 297/2004 se referă la 90% din numărul total de acţiuni cu drept de vot şi la 90% din drepturile de vot în cadrul ofertei.

Conform dispoziţiilor legale în vigoare, pentru a se putea exercita dreptul de „*squeeze out*" prevăzut de art. 206 nu este necesară o hotărâre a adunării generale a acţionarilor. Acţionarul majoritar ce **a derulat o ofertă publică de preluare** îşi exercită dreptul respectiv, fără a avea nevoie de aprobarea, strict formală (datorită nivelului deţinerii acţionarului majoritar - peste 95% din drepturile de vot), a adunării generale.

Secţiunea a 5-a. Preţul la care se exercită dreptul de excludere (*squeeze out*)

Potrivit art. 206 alin. (3) din Legea nr. 297/2004, preţul oferit în cadrul unei oferte publice de preluare obligatorii, precum şi în cadrul unei oferte publice de preluare voluntare, în care ofertantul a achiziţionat prin subscrierile din cadrul ofertei, acţiuni reprezentând mai mult de 90% din acţiunile vizate, se consideră a fi un preţ echitabil.

5.1. Conceptul de preţ echitabil

Ofertantul-acţionar majoritar poate solicita celorlalţi acţionari să-i vândă acţiunile lor la un **preţ echitabil**. Conceptul de preţ echitabil este instituit de art. 206 alin. 3 din Legea nr. 297/2004 şi reprezintă preţul oferit în cadrul unei oferte publice de preluare obligatorii, precum şi în cadrul unei oferte publice de preluare voluntare, în care ofertantul a achiziţionat prin subscrierile din cadrul ofertei, acţiuni reprezentând mai mult de 90% din numărul total al acţiunilor cu drept de vot vizate în ofertă.

Potrivit art. 74 alin. (4) al Regulamentului C.N.V.M. nr. 1/2006 modificat prin Regulamentul nr. 31/2006 **orice preţ oferit în cadrul unei oferte publice de preluare** obligatorii se consideră a fi **preţ echitabil**, indiferent de volumul acţiunilor achiziţionate în cadrul acestei oferte. Prezumţia referitoare la preţul echitabil se aplică numai în situaţia în care ofertantul îşi exercită dreptul precizat la alin. (1), în termen de 3 luni de la data finalizării respectivei oferte. În caz contrar, preţul va fi determinat de un expert independent, în conformitate cu standardele internaţionale de evaluare.

Preţul oferit în cadrul unei oferte publice de preluare voluntare sau al unei **oferte publice de preluare** obligatorii în cadrul căreia ofertantul a achiziţionat, prin subscrierile din cadrul ofertei, acţiuni reprezentând **cel puţin 90%** din numărul total al acţiunilor cu drept de vot vizate în ofertă se consideră a fi un **preţ echitabil.**

În fapt, preţul oferit acţionarilor minoritari în situaţia exercitării dreptului de *squeeze out* va fi **preţul de delistare** al societăţii emitente, în funcţie de acest preţ fiind calculate costurile ieşirii de la tranzacţionare pe care trebuie să le suporte acţionarul majoritar.

5.2. Determinarea preţului în cadrul procedurii de excludere a acţionarilor minoritari

Prezumţia privind caracterul echitabil al preţului plătit în cadrul unei oferte publice de preluare subzistă doar **trei luni** după finalizarea ofertei de preluare respective.

După expirarea celor trei luni, preţul va fi determinat de un expert independent. Acesta trebuie să fie membru ANEVAR, înregistrat la C.N.V.M., respectând toate condiţiile la care este ţinut expertul independent ce stabileşte preţul ofertei publice de (a se vedea comentariul la art. 204).

În cadrul raportului de evaluare, întocmit conform Standardelor Internaţionale de Evaluare (International Valuation Standards-IVS) expertul poate aplica criteriile prevăzute în cadrul art. 204 din Legea pieţei de capital sau poate determina preţul utilizând **alte metode de calcul.**

Având în vedere principiul statuat în cadrul primului standard de evaluare[1], respectiv aşezarea **valorii de piaţă** a activului/întreprinderii la temelia evaluării, în practică se aplică metoda preţului mediu de piaţă ponderat cu volumul şi în situaţia stabilirii preţului de exercitare a dreptului de *squeeze out* (excludere), perioada de referinţă fiind în principiu aceeaşi, în speţă 12 luni anterior realizării evaluării. Din această perspectivă, determinarea valorii de piaţă a acţiunilor emitentului confruntat cu derularea procedurii de *squeeze out* nu ridică probleme.

---

[1] http://www.ivsc.org/order/index.html.

C.N.V.M. deţine puterea şi, totodată, obligaţia de a decide dacă preţul mediu de tranzacţionare pe o anumită perioadă de referinţă a reprezentat rezultatul jocului liber al cererii şi al ofertei sau dacă, îndeosebi în cazul titlurilor cu lichiditate scăzută, au existat **tranzacţii** cu caracter manipulativ, spre exemplu de tipul „*wash trades*"[1], care **au influenţat împotriva dispoziţiilor legale preţul mediu de tranzacţionare**.

În cazul evaluării unei afaceri, inclusiv a preţului pe acţiune al unei societăţi admise la tranzacţionare pe o piaţă reglementată se aplică **Standardul internaţional de practică în evaluare GN6**[2].

În cazul evaluării unei afaceri, respectiv a preţului pe acţiune a emitentului, pot fi utilizate, potrivit IVS-GN 6, următoarele **metode de evaluare**:

- metoda activului net contabil;
- metoda capitalizării veniturilor;
- metoda comparaţiilor de piaţă.

Aceste metode se adaugă celei constând în determinarea preţului mediu ponderat de tranzacţionare pe o anumită perioadă de referinţă.

Apreciem că este aplicabilă aceeaşi regulă care guvernează şi stabilirea preţului în cadrul ofertelor publice de preluare, statuată în cadrul art. 68 alin. (4) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006 respectiv preţul exercitării dreptului de *squeeze out* este necesar a fi **cea mai mare valoare** dintre cele calculate prin cel puţin două metode prevăzute de Standardele Internaţionale de Evaluare.

Numai astfel se asigură respectarea **principiului egalităţii în drepturi a investitorilor**, respectiv a celor care au subscris în cadrul ofertei de preluare şi a celor deposedaţi de titlurile aflate în patrimoniul lor ca urmare a exercitării dreptului de *squeeze out*. În acest caz, egalitatea în drepturi se referă la similitudinea metodelor de evaluare a preţului pe acţiune utilizate de evaluator, chiar dacă preţul nominal de care beneficiază cele două categorii de investitori poate varia semnificativ, datorită perioadelor de referinţă diferite.

Trebuie arătat că în cadrul art. 15 alin. (5) din Directivă se stipulează că preţul din procedura de *squeeze out* este necesar să se întemeieze pe **aceleaşi elemente pe care a fost fundamentat preţul din oferta publică**. Legislaţia română, prin formularea art. 206 alin. (4) teza finală, lasă posibilitatea pentru evaluator de a stabili preţul în baza unei metode agreate de Standardele Internaţionale de Evaluare, metodă care poate fi diferită de cea în baza căreia a fost calculat preţul în oferta publică.

Conform art. 206 alin. (4) din Legea nr. 297/2004, preţul determinat de un expert independent trebuie adus la cunoştinţa publicului prin intermediul pieţei pe care se tranzacţionează, prin publicare în Buletinul C.N.V.M., pe website-ul C.N.V.M. şi în 2 ziare financiare de circulaţie naţională, în termen de 5 zile de la întocmirea raportului.

---

[1] *C. Duţescu*, Manipularea pieţei de capital, Ed. C.H. Beck, Bucureşti, 2008, p. 197.

[2] http://www.ivsc.org/order/index.html.

Secţiunea a 6-a. Procedura exercitării dreptului de excludere (*squeeze out*)

Acţionarul majoritar va întocmi împreună cu un intermediar autorizat, ales în vederea derulării procedurii, un anunţ privind iniţierea procedurii de retragere pe care îl va transmite spre aprobare C.N.V.M., împreună cu raportul de evaluare (dacă este cazul) şi cu un plic închis şi sigilat în care se va afla preţul la care se va realiza retragerea acţionarilor.

Costurile aferente întocmirii raportului de evaluare în vederea determinării preţului sunt suportate de acţionarul majoritar.

Având în vedere că preţul pe acţiune este stabilit de un evaluator al cărui onorariu este plătit de către una dintre părţile raportului juridic care se naşte ca urmare a exercitării dreptului de *squeeze out*, s-ar putea naşte suspiciuni cu privire la obiectivitatea evaluatorului independent care determină preţul din cadrul procedurii de *squeeze out*. În aceste condiţii, rolul autorităţii pieţei de capital în analiza obiectivităţii evaluării şi al caracterului echitabil al preţului devine extrem de important.

Acţiunile societăţii emitente vor fi suspendate de la tranzacţionare începând cu data avizării de către C.N.V.M. a anunţului respectiv.

Ulterior aprobării sale de către C.N.V.M., anunţul privind exercitarea dreptului de *squeeze out* este adus la cunoştinţa publicului prin intermediul pieţei pe care se tranzacţionează (pe website-ul operatorului de piaţă), prin publicare, pe website-ul C.N.V.M. şi în două ziare financiare de circulaţie naţională, în termen de cel mult trei zile lucrătoare de la data aprobării. Anunţul respectiv se publică ulterior în Buletinul C.N.V.M.

În termen de maximum cinci zile lucrătoare de la data aprobării de către C.N.V.M. a anunţului privind exercitarea procedurii de *squeeze out* emitentul este ţinut să furnizeze intermediarului structura consolidată a acţionariatului.

Reglementarea C.N.V.M. instituie în art. 74 alin. (8) **obligativitatea** pentru toţi ceilalţi acţionari ai societăţii emitente să îşi vândă acţiunile către ofertantul-acţionar majoritar care îşi exercită dreptul prevăzut în art. 206 din Legea nr. 297/2004.

Acţionarii minoritari trebuie să comunice intermediarului în termen de maxim 12 zile lucrătoare de la publicarea anunţului privind preţul la care se retrag acţionarii din societate, **modalitatea în care doresc să li se facă plata** pentru acţiunile lor, respectiv prin virament bancar sau prin poştă, cu mandat poştal cu confirmare de primire. Dacă un acţionar minoritar nu comunică în termen aceste aspecte, intermediarul va efectua plata acţiunilor prin mandat poştal cu confirmare de primire la adresa acţionarului menţionată în structura consolidată a acţionarului comunicată de către emitent, în termen de cinci zile lucrătoare de la expirarea termenului.

În situaţia în care sumele plătite acţionarului sunt returnate intermediarului, acesta le depune într-un **cont deschis de acţionarul majoritar** la o bancă autorizată de BNR în favoarea acţionarilor care nu au încasat contravaloarea acţiunilor.

Dovada realizării plătii acţiunilor, respectiv a constituirii contului în favoarea acţionarilor care nu au încasat preţul, va fi transmisă societăţii care ţine evidenţa acţionarilor emitentului (în momentul de faţă singura entitate autorizată de C.N.V.M. în acest sens este SC Depozitarul Central SA), în vederea transferului dreptului de proprietate asupra acțiunilor, potrivit principiului „livrare contra plată" statuat în art. 145 din lege.

Transferul dreptului de proprietate se va face în termen de patru zile lucrătoare de la transmiterea documentelor specificate mai sus.

Retragerea de la tranzacționare a societății emitente intervine de drept, în temeiul art. 87 alin. (4) pct. a) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, după ce a fost finalizată procedura de retragere a acționarilor minoritari, derulată în temeiul art. 206. În momentul finalizării retragerii, nemaiexistând nicio acțiune liberă, societatea emitentă va rămâne cu un singur acționar sau cu acționari care acționează în mod concertat și va fi **delistată**. Se va pune apoi problema îndeplinirii condițiilor Legii nr. 31/1990 referitoare la numărul minim de acționari într-o societate pe acțiuni. După cum se cunoaște, ca urmare a modificărilor aduse Legii societăților comerciale de Legea nr. 441/2006, o societate pe acțiuni trebuie să aibă minim doi acționari. Conform art. 10 alin. (3) din Legea nr. 31/1990, în cazul în care societatea a rămas cu un singur acționar, numărul minim de doi acționari va trebui refăcut în termen de maxim nouă luni, în caz contrar orice persoană interesată putând cere dizolvarea societății.

Dispozițiile art. 15 alin. (4) ale Directivei 2004/25/CE prevăd că dreptul de *squeeze out* poate fi exercitat de către ofertantul-acționar majoritar **doar într-un termen de trei luni** de la finalizarea ofertei de cumpărare. Legislația română lasă ofertantului posibilitatea exercitării acestui drept și după expirarea celor trei luni [art. 206 alin. (4) din Legea nr. 297/2004].

Secțiunea a 7-a. Drept comparat privind procedura exercitării dreptului de *squeeze out*

Pe teritoriul Uniunii Europene există **transpuneri apropiate** în legislațiile naționale a prevederilor Directivei 2004/25/CEE referitoare la dreptul acționarului majoritar ce a derulat o ofertă publică de cumpărare, obligatorie sau facultativă, de a exercita dreptul de *squeeze out*, având drept obligație corelativă îndatorirea acționarilor minoritari de a-și înstrăina participațiile la un anumit preț stabilit potrivit unor norme legale.

În **Germania**, dreptul de *squeeze out* este exercitat în conformitate cu prevederile Legii privind achiziția de valori mobiliare și preluările Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz, WpÜG[1]. Inițial, decizia de exercitare a dreptului de *squeeze out* trebuia supusă încuviințării formale a Adunării Generale a Acționarilor. Această condiție avea un caracter eminamente formal, având în vedere deținerile ofertantului-acționar majoritar la capitalul social al emitentului. După modificarea legii din anul 2006, în dreptul german a fost introdusă obligativitatea aprobării condițiilor derulării procedurii de *squeeze out* de către Tribunalul regional competent. Prețul la care se exercită dreptul de *squeeze out* sau valoarea de compensare a acționarilor minoritari este stabilit în funcție de situația economică a societății la data adunării generale și nu poate fi mai mic de prețul mediu de tranzacționare calculat pentru ultimele trei luni.

---

[1] http://www.bafin.de/cln_011/nn_720786/SharedDocs/Aufsichtsrecht/EN/Gesetze/wpueg_en.html.

În **Marea Britanie**, dreptul ofertantului-acționar majoritar de a cumpăra deținerile acționarilor minoritari este statuat de prevederile Legii societăților comerciale din 2006[1]. În cadrul Secțiunii 979 din acest act normativ se prevede dreptul ofertantului-acționar majoritar de a notifica orice deținător de acțiuni ale emitentului în legătură cu intenția sa de a achiziționa respectivele acțiuni. Acționarii minoritari au la dispoziție un termen de șase săptămâni pentru a formula în scris cereri de retragere din societate, acceptând implicit în mod expres oferta acționarului majoritar. După expirarea termenului de șase săptămâni de la transmiterea notificării respective, ofertantul-acționar majoritar este ținut, potrivit Secțiunii 981, să plătească contravaloarea acțiunilor la care s-au referit notificările respective.

În **Franța**, literatura juridică[2] a făcut vorbire de existența unei veritabile **„oferte publice de retragere"** în cazul exercitării dreptului de *squeeze out*. O asemenea abordare este pe deplin justificată având în vedere similitudinile existente între procedura exercitării dreptului de *squeeze out* și cea instituită în cazul ofertei publice de cumpărare. Un element de legătură important între cele două proceduri îl constituie și obligativitatea existenței unei avizări prealabile a condițiilor de derulare din partea autorității administrative.

Secțiunea a 8-a. Dreptul de *squeeze out*, ca formă de privare de proprietate din perspectiva normelor constituționale și ale Convenției europene a drepturilor omului care garantează proprietatea

8.1. Soluția instanței de contencios constituțional române

Problema existenței unei coliziuni între dispozițiile care reglementează procedura *squeeze out-ului* și exigențele constituționale din cadrul **art. 44 alin. (1)** a fost adusă în fața Curții Constituționale, în anul 2007. Excepția de neconstituționalitate a fost ridicată de către o persoană fizică într-un litigiu, având drept obiect „acțiune în constatare", în contradictoriu cu o societate emitentă tranzacționată pe piața Rasdaq, cu Depozitarul Central SA și cu Comisia Națională a Valorilor Mobiliare.

Litigiul a vizat **procedura ieșirii de la tranzacționare a emitentului**, prin aplicarea dispozițiilor art. 206 din Legea nr. 297/2004, precum și ale art. 74 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006. Persoana fizică ce a ridicat excepția de neconstituționalitate avea poziția procesuală de reclamant, legitimarea procesuală activă fiind fundamentată pe calitatea de acționar al pârâtei-societatea emitentă.

Prin Decizia nr. 515/2007[3] Curtea Constituțională a **respins excepția**, fundamentându-și soluția pe dispozițiile art. 44 alin. (1) teza a II-a din Constituție, care conferă legiuitorului „competența de a stabili limitele dreptului de proprietate."

În temeiul acestei dispoziții constituționale, se arată în considerentele deciziei de respingere, art. 206 din Legea nr. 297/2004 **a instituit o restrângere a exercițiului dreptului de dispoziție** în privința acțiunilor deținute la o societate comercială. În acest sens, este prevăzută obligaţia de vânzare a acţiunilor deţinute de acţionarii minoritari ai unei societăţi comerciale numai în urma derulării unei oferte publice de cumpărare adresate tuturor acţionarilor şi pentru toate deţinerile acestora.

---

[1] Companies Act 2006-http://www.opsi.gov.uk/acts/acts2006/ukpga_20060046_en_56#pt28-ch3-pb2-l1g979.

[2] *T. Bonneau, F. Drummond*, op. cit., p. 620.

[3] Publicată în M.Of. nr. 431 din 28 iunie 2007.

Curtea Constituţională a arătat că dreptul ofertantului de a cumpăra acţiunile nevândute în cadrul derulării ofertei publice de cumpărare se naşte numai în situaţiile în care deţine acţiuni reprezentând mai mult de 95% din capitalul social ori în cadrul derulării ofertei publice de cumpărare a achiziţionat mai mult de 90% din acţiunile vizate de ofertă. Totodată, Curtea Constituţională a subliniat faptul că exercitarea acestui drept este condiţionată de oferirea unui preţ echitabil.

Considerăm că soluţia instanţei de contencios constituţional, corectă pe fond, este insuficient motivată din perspectiva justificării soluţiei adoptate de către legiuitorul ordinar de limitare a dreptului de proprietate asupra acţiunilor prin crearea cadrului legal care permite privarea de proprietate a unor subiecte de drept privat în beneficiul altui subiect de drept privat.

În privinţa limitelor legale ale dreptului de proprietate, s-a precizat în doctrină[1] că acestea sunt instituite „fie în interes public – atunci când urmăresc să protejeze un interes general, fie în interes privat – atunci când au fost stabilite pentru protecţia unui interes individual". Totodată s-a arătat[2] că limitele legale instituite în interes privat „intră în domeniul de aplicare al art. 44 alin. (7)" din Constituţie şi constau în servituţile legale şi naturale.

Rămâne astfel de identificat acel interes public, necesar, de natură a constitui o justificare acceptabilă a deposedării unor persoane de dreptul de proprietate asupra acţiunilor în situaţia îndeplinirii anumitor condiţii imperative de către beneficiarul acestei privări de proprietate, acţionar majoritar într-o societate tranzacţionată pe piaţa de capital.

8.2. Soluţia adoptată de CEDO

Comisia Europeană a Drepturilor Omului (procedura în faţa instanţei europene s-a desfăşurat conform normelor de drept existente înainte adoptării Protocolului nr. 11 al Convenţiei europene a drepturilor omului, astfel încât decizia a fost pronunţată de către Comisia Europeană a Drepturilor Omului) a stabilit prin decizia pronunţată în cauza *Bramelid şi Malmstrom c. Suedia* din 12 octombrie 1982[3] că exercitarea unei proceduri de *squeeze out* **nu reprezintă o încălcare a prevederilor art. 1 din Protocolul adiţional nr. 1** din Convenţia europeană a drepturilor omului, referitoare la respectarea dreptului de proprietate şi la condiţiile limitării acestui drept.

Instanţa europeană a fost **sesizată**, pe temeiul încălcării art. 1 alin. (1) teza a II a din Protocolul adiţional nr. 1, de un grup de acţionari minoritari ai unei societăţi suedeze confruntate cu exercitarea de către acţionarul majoritar-persoană juridică a unui drept prevăzut de legea societăţilor comerciale din Suedia intrată în vigoare la

---

[1] *F.A. Baias* în *I. Muraru, E.S. Tănăsescu* (coord.), Constituţia României. Comentariu pe articole, Ed. C.H. Beck, Bucureşti, 2008, p. 443.

[2] Ibidem.

[3] http://cmiskp.echr.coe.int/tkp197/portal.asp?sessionId=18129838&skin=hudoc-en&action=request.

1.01.1977. Potrivit Secţiunii 14 art. 9 din acest act normativ, orice societate comercială care, în nume propriu sau printr-o subsidiară, deţinea peste 90% din acţiunile şi drepturile de vot ale altei societăţi comerciale era îndreptăţită să achiziţioneze restul de 10% din acţiunile deţinute de către ceilalţi acţionari. Pe de altă parte, acţionarii minoritari ce deţineau restul de 10% din acţiuni aveau la rândul lor dreptul de a-şi înstrăina acţiunile către acţionarul majoritar care îndeplinea condiţiile sus-menţionate. Legea suedeză din 1977 conţinea în fapt prevederi privind dreptul de *squeeze out* şi dreptul de *sell out* reglementate de art. 206 şi 207 din Legea nr. 297/2004.

Reclamanţii au pretins că au fost privaţi de proprietate fără a exista un interes public şi **fără a primi o compensaţie corectă.**

Interpretând art. 1 alin. (1) teza a II-a, Comisia a constatat că exproprierea vizată de acest text legal are în vedere exproprierea formală (chiar dacă este *de facto*) care constă în privarea de proprietate în beneficiul statului sau a unui terţ autorizat de stat, potrivit unui interes public. Legislaţia suedeză invocată de către petenţi reprezenta, în viziunea Comisiei, o chestiune cu totul diferită, fiind o **aplicare practică a politicii legislative generale în privinţa companiilor private** şi referindu-se în principal la relaţiile dintre acţionari. Intenţia generală a acestui tip de legislaţie constă în favorizarea intereselor care sunt considerate a fi mai „demne" de protecţie, această situaţie **neavând nimic de-a face cu noţiunea de „interes public"** utilizată în cazul exproprierii.

În ceea ce priveşte respectarea art. 1 alin. (1) teza I din Protocolul nr. 1, Comisia a reiterat susţinerea potrivit căreia **obligaţia acţionarilor de a transmite dreptul de proprietate** asupra acţiunilor către acţionarul majoritar, dacă sunt întrunite anumite circumstanţe, este **reglementată potrivit legislaţiei incidente relaţiilor dintre acţionari**, care conţine reglementări specifice şi în privinţa dreptului de proprietate, inclusiv cele privind trecerea forţată a dreptului de proprietate din patrimoniul unei persoane în patrimoniul alteia. S-a arătat în decizia analizată că legislaţiile statelor contractante includ prevederi de acest gen în domeniul succesoral (a partajului succesoral), a partajului după divorţ şi, în special, în situaţia sechestrului executor instituit în cursul executării silite.

8.3. Interesul public ocrotit de normele juridice care conturează dreptul de *squeeze out*

Apreciem că acordarea dreptului de exercitare a procedurii de *squeeze out* acţionarului majoritar care îndeplineşte anumite condiţii legale corespunde unui **interes public, general.** Normele juridice naţionale care reglementează acest drept, dar şi prevederile art. 15 din Directiva nr. 25/2004 au drept temei fundamental art. 1 alin. (1) teza a II-a din Protocolul nr. 1. Din această perspectivă, atât motivarea Curţii Constituţionale a României, cât şi cea a CEDO sunt, în opinia noastră, inconsistente.

Considerăm că interesul public ocrotit de legiuitorul care a instituit procedura de *squeeze out* constă în respectarea principiului fundamental al dreptului societar în general şi al pieţei de capital în special: **principiul protecţiei investitorilor.**

Atât în cazul exercitării dreptului de *squeeze out*, cât şi în situaţia ofertei publice obligatorii, avem de-a face cu o **limitare a libertăţii contractuale**, respectiv a atributului dreptului de dispoziţie, ce nu poate fi acceptată decât dacă serveşte unui interes public.

Acţionarului care a atins pragul de deţinere de 95% sau care a dobândit în cadrul unei oferte publice peste 90% din acţiunile vizate, având în vedere sumele importante investite în titlurile emitentului respectiv, i se acordă de legiuitor **posibilitatea de a dobândi totalitatea acţiunilor societăţii emitente,** desigur la un preţ pe acţiune ce trebuie să corespundă exigenţelor unui preţ corect, calculat potrivit unor dispoziţii legale imperative. Dezideratul asigurării unui preţ corect este conturat de dispoziţiile art. 15 alin. (5) din Directiva nr. 25/2004 fiind transpus în legislaţia română în cadrul art. 204 din Legea nr. 297/2004.

În acelaşi timp, textul legal european ia în considerare şi **interesele acţionarilor minoritari** ai societăţii emitente în cauză.

Având în vedere faptul că aceştia **deţin împreună o participaţie redusă la capitalul social** al emitentului, controlând un număr de voturi care nu le conferă nicio posibilitate de a influenţa în vreo modalitate activitatea societăţii, este firesc să li se acorde dreptul de retragere din compania respectivă, la un preţ echitabil. În cel mai fericit caz pentru aceşti acţionari minoritari, dacă s-ar coagula toate eforturile lor, ar putea valorifica în mod colectiv anumite drepturi conferite de legislaţia societăţilor comerciale, fără a putea impune adoptarea niciunei decizii în cadrul adunării generale a societăţii. În aceste circumstanţe, interesul acestor acţionari minoritari de a păstra deţinerile la capitalul social al emitentului devine minim.

Obiectivul legiuitorului atunci când a determinat condiţiile şi procedura exercitării dreptului de *squeeze out* a fost, în mod indubitabil, acela de a acorda **ocrotire intereselor legitime ale acţionarilor minoritari**, confruntaţi cu situaţia exercitării unui control absolut din partea acţionarului majoritar, dar şi cu intenţia acestuia de a retrage de la tranzacţionare societatea emitentă. Este bine de ştiut că, în situaţia unei societăţi netranzacţionate pe o piaţă reglementată criteriile de transparenţă şi drepturile acţionarilor minoritari sunt substanţial diluate, astfel încât interesul acestora de a-şi păstra deţinerile la capitalul social al respectivului emitent este minim.

Dincolo de aceste elemente importante care reclamă necesitatea asigurării unei protecţii investitorilor rămaşi într-o societate în care acţionarul majoritar deţine peste 90% din capitalul social, argumentul central în sprijinul tezei potrivit căreia instituţia dreptului de *squeeze out* (de excludere) a fost concepută în beneficiul acţionarilor minoritari ai emitentului, îl reprezintă **reducerea drastică a posibilităţii de înstrăinare a titlurilor respective**. Neputând influenţa politica economică a societăţii în ipoteza în care ar deveni acţionari, potenţialii investitori nu sunt atraşi să achiziţioneze titlurile respectivului emitent, astfel încât acţionarii existenţi, care intenţionează să-şi înstrăineze participaţiile, sunt aduşi în situaţia de a nu-şi mai găsi contrapartea, rămânând „acţionari captivi" în societatea respectivă, deşi, formal, există o piaţă reglementată pe care pot să-şi valorifice titlurile deţinute. În cel mai fericit caz, ei îşi vor putea înstrăina deţinerile la preţuri vădit inferioare celor care ar fi fost obţinute în condiţiile unui *free float* mai ridicat. Această caracteristică a imposibilităţii încheierii tranzacţiilor de vânzare de acţiuni sau a încheierii lor la preţuri reduse este vădit mai pregnantă în situaţia în care societatea este delistată, neexistând astfel o piaţă pe care să se poată tranzacţiona în mod ordonat titlurile respective.

Având în vedere că orice contract de vânzare-cumpărare, şi cu atât mai mult tranzacţia bursieră, se încheie ca urmare a incidenţei legii cererii şi a ofertei, absenţa cererii în privinţa unui bun, fie el şi o acţiune admisă la tranzacţionare pe o piaţă reglementată, conduce la împiedicarea, în mod obiectiv, a exercitării dreptului de dispoziţie, dar mai ales, la **imposibilitatea recuperării valorii investiţiei**. Dorim să subliniem că raţiunea primordială a investiţiei în instrumente financiare o reprezintă obţinerea de profit, iar motivaţia intrinsecă a realizării plasamentului în respectivele valori mobiliare constă în existenţa unei pieţe organizate, în sistemul căreia există premisele de a se găsi în mod facil contrapartea pentru încheierea tranzacţiilor. Lipsa unuia dintre cele două elemente fundamentale ale funcţionării oricărei pieţe, şi anume a cererii, reprezintă o situaţie contrară celei care a generat rezoluţia internă a investitorului în momentul în care a achiziţionat respectivele titluri.

Este esenţială pentru investitori problema **menţinerii unei pieţe** în cadrul căreia să se poată forma un preţ în baza legii cererii şi a ofertei. Absenţa unei astfel de pieţe este de natură să aducă prejudicii acţionarilor în discuţie. Înainte de adoptarea Directivei nr. 25/2004 existau numeroase situaţii în care acţionarii minoritari rămâneau captivi în societăţi retrase de la tranzacţionare, neputându-şi valorifica sub nicio formă deţinerile. În acest mod investiţia lor în valorile mobiliare ale emitentului retras de la tranzacţionare, pentru care nu mai exista o piaţă prin intermediul căreia să se stabilească un preţ în baza jocului cererii şi al ofertei, rămânea blocată pe termen nedeterminat.

Intenţia legiuitorului a fost de a asigura **ocrotirea intereselor acelor acţionari minoritari pasivi,** care nu sunt informaţi, fie cu privire la derularea unei oferte publice de preluare şi a exercitării ulterioare a dreptului de *squeeze out*, fie cu privire la consecinţele exercitări dreptului de *squeeze out*, respectiv delistarea societăţii.

Obiectivul normei juridice este acela de **a evita ca aceşti acţionari să rămână captivi** într-o societate retrasă de la tranzacţionare, în care voinţa acţionarului majoritar se impune în mod nelimitat în cadrul adunărilor generale, neexistând nicio posibilitate de influenţare a formării voinţei sociale din partea acţionarilor minoritari.

Cu alte cuvinte, legiuitorul a ales **să protejeze**, prin instituirea unei limite a dreptului de proprietate asupra acţiunilor, **interesele economice ale acţionarilor minoritari** confruntaţi cu riscul abuzului de majoritate, în cazul unei societăţi în care o persoană deţine direct sau indirect, individual sau în mod concertat cu alte persoane, peste 90% (95% în legislaţia română) din capitalul social şi drepturile de vot.

Această protecţie este dusă până la privarea de proprietate, întrucât interesul economic al unui acţionar minoritar nu este acela de a deţine un număr de acţiuni fără valoare, ci acela de a-şi valorifica respectivele titluri la un preţ corect.

Legiuitorul a privit, în mod absolut corect, investiţia pe piaţa de capital nu ca pe o dobândire a dreptului de proprietate asupra unor titluri, ci ca pe o **plasare de fonduri** în valori mobiliare în scopul obţinerii de profit de pe urma revânzării acestora. Esenţială este aşadar valoarea economică a investiţiei şi nu păstrarea dreptului de proprietate asupra unor titluri fără valoare.

În aceste condiţii, **privarea de proprietate**, în cadrul procedurii de exercitare a dreptului de *squeeze out*, dacă se realizează la un preţ corect, **slujeşte intereselor acţionarilor minoritari, satisfăcând dezideratul instituirii limitelor dreptului de proprietate în interes public.**

Secţiunea a 9-a. Acţiunea în justiţie în cazul încălcării dreptului acţionarilor la un preţ legal cu ocazia exercitării dreptului de *squeeze out*

Dispoziţiile Regulamentului nr. 1/2006 nu conţin nicio referire la **posibilitatea** acţionarului minoritar prejudiciat de derularea acestei proceduri de retragere (*squeeze out*) **de a contesta preţul** primit pentru acţiunile sale sau aplicarea metodelor de calcul prin care a fost determinat preţul.

În situaţia existenţei unei autorizări din partea C.N.V.M. a anunţului privind preţul oferit acţionarilor minoritari în vederea retragerii acestora din societate, acest act administrativ poate fi atacat în justiţie, în **contencios administrativ**. În cazul admiterii unei astfel de acţiuni, întreaga procedură de retragere de la tranzacţionare a societăţii emitente va fi anulată, iar prestaţiile efectuate în cadrul acestei proceduri vor trebui restituite.

Acţionarul minoritar prejudiciat se poate adresa şi **instanţei comerciale** printr-o **acţiune în răspundere civilă delictuală** introdusă împotriva acţionarului majoritar-ofertant. În situaţia în care procedura de *squeeze out* a fost finalizată, iar acţionarii minoritari au fost deposedaţi de acţiunile lor, ei vor putea pretinde în cadrul litigiului comercial diferenţa dintre valoarea reală a acţiunilor şi valoarea oferită în cadrul procedurii derulate în baza dispoziţiilor art. 206.

Secţiunea a 10-a. Exercitarea dreptului de retragere la iniţiativa acţionarilor minoritari (dreptul de *sell-out*)

Potrivit dispoziţiilor art. 207 alin. (1) din Legea nr. 297/2004, în urma a unei oferte publice de cumpărare adresată tuturor deţinătorilor şi pentru toate deţinerile acestora, un acţionar minoritar are dreptul să solicite ofertantului care deţine mai mult de 95% din capitalul social să-i cumpere acţiunile la un preţ echitabil.

Dreptul acţionarilor minoritari prevăzut în art. 207 din Legea nr. 297/2004, **dreptul de** ***sell out***, este reversul dreptului de *squeeze out*, iniţiativa încheierii contractului de vânzare-cumpărare de acţiuni aparţinând, în acest caz, acţionarului minoritar. Este de precizat că acest drept poate fi exercitat, în condiţiile legale, de orice acţionar minoritar rămas în societate după derularea unei oferte publice de preluare.

În situaţia în care societatea a emis mai multe clase de acţiuni, condiţia deţinerii procentului de 95% se va aplica **separat, pentru fiecare clasă**.

Dreptul de *sell out* trebuie exercitat **în termen de maxim trei luni** de la data închiderii ofertei publice de preluare.

Preţul legal la care este îndreptăţit acţionarul minoritar ce doreşte retragerea din societate va fi preţul oferit în cadrul unei oferte publice de preluare adresate tuturor acţionarilor şi pentru toate deţinerile acestora, precum şi în cadrul unei oferte publice de preluare voluntare, în care ofertantul a achiziţionat prin subscrierile din cadrul ofertei, acţiuni reprezentând mai mult de 90% din acţiunile vizate.

Preţ echitabil este considerat şi **preţul oferit în cadrul unei oferte publice de preluare obligatorii.**

În cazul în care nu s-au achiziţionat 90% din acţiunile vizate de oferta sau acţionarul minoritar nu solicită retragerea în următoarele trei luni de la închiderea ofertei, preţul de retragere va fi stabilit de un **evaluator independent** înregistrat la C.N.V.M. prin aplicarea Standardelor Internaţionale de Evaluare. Regulile privind stabilirea acestui preţ determinate pentru dreptul de *squeeze out* se aplică *mutatis mutandis* şi în cazul procedurii de *sell out*.

În situaţia în care este necesară numirea unui expert independent, **costurile** aferente vor fi suportate de către respectivul **acţionar minoritar.**

Acţionarul minoritar care intenţionează retragerea din societate în condiţiile art. 207 din Legea nr. 297/2004 va redacta un **anunţ** cu privire la intenţia sa de vânzare care va conţine în mod obligatoriu următoarele informaţii: numărul de acţiuni deţinute, preţul acţiunilor şi modalitatea de efectuare a plăţii (virarea contravalorii acţiunilor într-un cont indicat de acţionar, mandat poştal cu confirmare de primire cu menţionarea locului unde urmează a fi transmişi banii).

Anunţul va fi transmis către C.N.V.M. împreună cu o copie a extrasului de cont privind acţiunile deţinute, o declaraţie pe propria răspundere autentificată din care să reiasă că respectivele acţiuni nu sunt grevate de sarcini, raportul de evaluare a acţiunilor. Anunţul este **supus aprobării** Comisiei Naţionale a Valorilor Mobiliare.

Acţionarul majoritar este obligat ca în termen de şase zile lucrătoare de la primirea intenţiei de vânzare autorizate de C.N.V.M. **să efectueze plata** în modalitatea transmisă de către acţionarul care se retrage din societate.

Documentele ce atestă efectuarea plăţii vor fi **transmise entităţii** (societatea de registru) **care ţine evidenţa** acţiunilor emitentului în vederea efectuării transferului dreptului de proprietate asupra acţiunilor. Acest transfer se va realiza într-o zi lucrătoare de la data primirii documentelor ce atestă efectuarea plăţii acţiunilor.

Entitatea care ţine evidenţa acţiunilor, respectiv Depozitarul Central SA, va notifica C.N.V.M. în maxim trei zile lucrătoare **transferul dreptului de proprietate asupra acţiunilor.**

Iniţierea procedurii de retragere a acţionarilor minoritari din societate de către acţionarul majoritar, în temeiul art. 206 din Legea nr. 297/2004, împiedică desfăşurarea acestei proceduri în temeiul art. 207 de către acţionarii minoritari.

În cazul în care acţionarul majoritar consideră că preţul stabilit de evaluatorul angajat de acţionarul minoritar, care doreşte să se retragă din societate nu este cel legal, el va putea **să refuze plata acţiunilor** către acţionarul minoritar şi să aştepte să fie acţionat în justiţie de către acţionarul minoritar. În cadrul procesului va putea arăta pe calea „întâmpinării" că datorează mai puţin decât îi solicită acţionarul minoritar, urmând ca preţul legal să fie stabilit printr-o expertiză judiciară de către un expert numit de către instanţa de judecată.

Acţionarul majoritar va putea într-o asemenea situaţie să acţioneze şi pe cale principală, atacând în contencios administrativ avizul C.N.V.M. prin care a fost autorizată intenţia de retragere la preţul respectiv.

Directiva Uniunii Europene nr. 25/2004 reglementează în art. 16 dreptul de retragere – *sell out* al acţionarilor minoritari rămaşi în societate ca urmare a derulării unei oferte publice de preluare, arătându-se că statele membre trebuie **să garanteze exercitarea acestui drept la un preţ corect.**

Secţiunea a 11-a. Legalitatea reglementărilor Comisiei Naţionale a Valorilor Mobiliare în materia dreptului de retragere (*squeeze out* şi *sell out*)

În unele situaţii dispoziţiile din cadrul legislaţiei secundare a pieţei de capital conţin norme care ar trebui să facă obiectul legislaţiei primare, emise de către Parlament. Astfel, în unele situaţii, **se adaugă prin reglementări emise de către C.N.V.M. la legea pieţei de capital.** Motivaţia acestei practici constă în existenţa unor mecanisme deosebit de greoaie de adoptarea a unui act normativ cu putere de lege, în condiţiile necesităţii implementării cu celeritate a unor dispoziţii noi în legislaţia pieţei de capital. Acest fenomen este grefat pe indubitabila indiferenţă arătată de puterea legislativă pieţei de capital din România. O astfel de situaţie a intervenit prin adoptarea art. 74 alin. (8) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, care a instituit obligativitatea înstrăinării tuturor acţiunilor deţinute de către acţionarii minoritari către acţionarul majoritar care exercită dreptul de *squeeze out*.

Formularea imprecisă a textului art. 206 din Legea pieţei de capital a ridicat problema **nelegalităţii textului art. 74 alin. (8)** din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006. Este de menţionat că aceste dispoziţii din Regulamentul nr. 1/2006 vin să completeze prevederile Legii nr. 297/2004 care nu cuprind menţiuni cu privire la deposedarea acţionarilor minoritari de acţiunile proprietatea lor. Aceste prevederi aduc completări Legii pieţei de capital, deşi fac parte dintr-un act normativ cu o forţă juridică inferioară legii.

Printr-o sentinţă pronunţată de secţia de contencios administrativ dispoziţiile art. 74 alin. (8) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006 au fost anulate de către Curtea de Apel Bucureşti[1]. Recursul declarat de C.N.V.M. a fost admis însă prin decizia nr. 549/14.02.2008[2]. În aceste condiţii, **prevederile art. 74 alin. (8)** din Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006, referitoare la obligaţia acţionarilor minoritari de a-şi înstrăina toate deţinerile către acţionarul majoritar, **au rămas în vigoare.**

Capitolul X. Activităţile de stabilizare a preţului

Precizare prealabilă

Regulamentul C.N.V.M. nr. 1/2006 privind emitenţii şi operaţiunile de piaţă conţinea un capitol special, Capitolul III, în cadrul Titlului II referitor la activităţile de stabilizare a preţului. Prin art. 11 alin. (1) lit. a) au fost abrogate expres normele din cadrul legislaţiei naţionale secundare urmând a fi aplicabile în această materie dispoziţiile Regulamentului Comisiei Europene nr. 2273/2003/EC privind implementarea Directivei nr. 2003/6/EC cu privire la excepţiile referitoare la programele de răscumpărare sau la stabilizarea instrumentelor financiare[3].

---

[1] C.A. Bucureşti, secţ. cont. adm., sent. din 2.05.2007, pronunţată de în dosarul nr. 8232/2/2006, www. http://portal.just.ro/InstantaDosar.aspx?idInstitutie.

[2] I.C.C.J., secţ. cont. adm., dec. nr. 549/2008, http://www.scj.ro/dosare.asp?view=detalii&id=200000000113401.

[3] J.O. L 336, 23.12.2003.

Secțiunea 1. Instituția juridică a stabilizării. Definiție

Potrivit dispozițiilor art. 2 alin. (7) din Regulamentul Comisiei Europene nr. 2273/2003, **„stabilizare"** înseamnă orice cumpărare sau ofertă de cumpărare de *valori mobiliare în cauză (relevant securities)* sau orice operațiune referitoare la *instrumentele asociate* echivalente, realizată de societățile de investiții sau de instituțiile de credit în contextul unei distribuții semnificative de astfel de valori, cu unicul scop de a susține prețul acestora pe piață pe o durată predeterminată ca urmare a unei presiuni la vânzare care se exercită asupra acestora.

Activitățile de stabilizare a prețului instrumentelor financiare reprezintă, alături de tranzacțiile efectuate în cadrul programelor desfășurate de emitenți de răscumpărare a propriilor acțiuni, o **excepție legală expresă de la regimul juridic al abuzului de piață**[1], fiind menționate ca atare în art. 8 din Directiva 2003/6/CE privind abuzul de piață și în art. 252 din Legea nr. 297/2004.

Secțiunea a 2-a. Principiile care guvernează activitățile de stabilizare

2.1. Principiul limitării în timp

Principiul limitării în timp impune ca activitățile de stabilizare să se realizeze într-o perioadă determinată de timp ține de esența acestor activități.

Pentru activitățile de stabilizare realizate pentru acțiuni sau pentru valori mobiliare asimilabile acțiunilor, în cazul unei oferte al cărui prospect a fost publicat, făcută în vederea admiterii la tranzacționare pentru prima dată pe o piață reglementată a valorilor mobiliare relevante, perioada de timp începe la data admiterii la tranzacționare a valorilor mobiliare relevante pe piața reglementată și nu poate fi mai mare de 30 de zile calendaristice.

Pentru activitățile de stabilizare realizate pentru acțiuni sau pentru valori mobiliare asimilabile acțiunilor, în cazul unei oferte al cărui prospect a fost publicat, având ca obiect valori mobiliare relevante deja admise la tranzacționare pe o piață reglementată, perioada de timp începe la data publicării anunțului privind prețul final într-un ziar de circulație națională, în limba română sau într-o limbă acceptată de C.N.V.M. și nu poate fi mai mare de 30 de zile calendaristice de la data alocării.

Pentru activitățile de stabilizare realizate pentru obligațiuni sau alte titluri de creanță (care nu sunt convertibile în sau care nu pot fi schimbate cu acțiuni sau alte valori mobiliare asimilabile acțiunilor), perioada de timp va începe la data publicării caracteristicilor ofertei având ca obiect valori mobiliare relevante într-un ziar de circulație națională, în limba română sau într-o limbă acceptată de C.N.V.M. și se va finaliza la sfârșitul uneia dintre perioadele care se termină mai repede astfel: fie nu mai târziu de 30 de zile calendaristice după data la care emitentul instrumentelor financiare primește veniturile (nete) din emisiune, fie nu mai târziu de 60 de zile calendaristice după data la care se realizează alocarea valorilor mobiliare relevante.

Pentru activitățile de stabilizare realizate pentru titluri de creanță convertibile sau care pot fi schimbate în acțiuni sau în alte valori mobiliare asimilabile acțiunilor, perioada de timp va începe la data publicării caracteristicilor finale ale ofertei de valori mobiliare relevante într-un cotidian de circulaţie naţională, în limba română sau o limbă acceptată de C.N.V.M. şi se va finaliza la sfârşitul uneia dintre perioadele care se termină mai repede astfel: fie nu mai târziu de 30 de zile calendaristice după data la care emitentul instrumentelor financiare primeşte veniturile (nete) din emisiune, fie nu mai târziu de 60 de zile calendaristice după data la care se realizează alocarea valorilor mobiliare relevante.

---

[1] *C. Duțescu*, Manipularea pieței de capital, p. 415.

2.2. Principiul transparenţei

Activităţile de stabilizare pot să transmită semnale false sau să inducă în eroare investitorii de pe piaţa de capital în cazul în care nu este asigurat un **grad ridicat de transparenţă** pentru aceste operaţiuni. Integritatea pieţei impune o punere la curent adecvată a publicului în legătură cu activitatea de stabilizare a emitenţilor şi a entităţilor care realizează stabilizarea acţionând sau nu în contul acestor persoane.

Metodele utilizate în scopul divulgării adecvate a acestor informaţii trebuie să fie eficiente şi pot ţine seama de **practicile de piaţă acceptate** de autorităţile competente.

Secţiunea a 3-a. Scopul activităţilor de stabilizare

Obiectivul activităţilor de stabilizare îl reprezintă **susţinerea preţului unei oferte de valori mobiliare** pe durată limitată, în cazul în care acestea sunt supuse unei presiuni la vânzare, ceea ce permite atenuarea presiunii exercitate de investitori pe termen scurt şi menţinerea ordinii pe piaţa valorilor în cauză.

Aceste operaţiuni sunt efectuate urmărindu-se ocrotirea **interesului investitorilor** care au cumpărat valorile sau au subscris în cadrul unei distribuţii importante, precum şi în interesul emitenţilor. Stabilizarea poate contribui astfel la întărirea încrederii investitorilor şi a emitenţilor în pieţele financiare.

Secţiunea a 4-a. Desfăşurarea activităţilor de stabilizare

4.1. Obligaţii privind publicitatea activităţilor de stabilizare

În conformitate cu dispoziţiile art. 9 alin. (1) din Regulamentul Comisiei Europene nr. 2273/2003, emitenţii sau ofertanţii ori entităţile care realizează stabilizarea, acţionând sau nu în contul acestor persoane, sunt ţinuţi să anunţe în mod adecvat publicului **informaţiile** următoare, înainte de începutul perioadei pe durata căreia se oferă valorile mobiliare în cauză: a) că se poate încerca o stabilizare, dar că aceasta nu este garantată şi că poate fi oprită în orice moment; b) că operaţiunile de stabilizare urmăresc susţinerea preţului valorilor mobiliare în cauză pe piaţă; c) începutul şi sfârşitul perioadei pe durata căreia poate avea loc o stabilizare; d) identitatea responsabilului cu stabilizarea, în cazul în care ea nu este cunoscută în momentul publicării, caz în care este anunţată publicului înainte de începerea operaţiunilor de stabilizare; e) eventuala existenţă şi importanţa maximă a oricărei facilităţi de supraalocare sau a oricărei opţiuni de acoperire corespunzătoare, perioada de exerciţiu a unei astfel de opțiuni și modalitățile prin care se poate recurge la această facilitate sau la exercitarea acestei opțiuni.

Emitenții sau ofertanții ori entitățile care realizează stabilizarea, acționând sau nu în contul acestor persoane, trebuie să **transmită** detaliile tuturor operațiunilor de stabilizare **autorității competente** a pieței în cauză, până la sfârșitul celei de-a șaptea zile bursiere după data executării acestor operațiuni.

În săptămâna următoare încheierii perioadei de stabilizare, emițătorii și ofertanții ori entitățile care realizează stabilizarea, acționând sau nu în contul acestor persoane, anunță într-un mod adecvat publicului informațiile următoare:

a) efectuarea sau neefectuarea stabilizării;

b) data de începere a stabilizării;

c) data la care a fost efectuată ultima operațiune de stabilizare;

d) intervalul de prețuri în care a avut loc stabilizarea pentru fiecare dată la care au fost efectuate acțiuni de stabilizare.

Emitentul, ofertantul sau entitățile care realizează stabilizarea, acționând sau nu în numele acestora, trebuie **să înregistreze fiecare ordin sau tranzacție de stabilizare** specificând cel puțin denumirea și cantitatea instrumentelor cumpărate sau vândute, data, ora și prețul la care s-au realizat tranzacțiile, modalitățile de identificare a intermediarilor implicați.

4.2. Reguli privind tranzacționarea în cadrul activităților de stabilizare

Tranzacțiile în bloc[1], efectuate în cadrul activităților de stabilizare, nu se consideră **distribuție semnificativă** (distribuire semnificativă reprezintă o ofertă realizată pentru admiterea pentru prima dată a valorilor mobiliare relevante pe o piață reglementată sau având ca obiect valori mobiliare relevante deja admise la tranzacționare pe o piață reglementată, făcută publică și distinctă de tranzacțiile obișnuite, atât din punct de vedere al valorii valorilor mobiliare oferite, cât și a modalităților de vânzare) a valorilor în cauză, deoarece acestea sunt operațiuni strict private.

În cazul unei oferte de acțiuni sau de alte valori mobiliare echivalente, stabilizarea acestora nu se face în niciun caz la un preț mai mare decât cel al ofertei.

În cazul unei oferte de obligațiuni sau alte titluri de creanță convertibile în acțiuni sau alte valori mobiliare echivalente sau transferabile, activitățile de stabilizare nu pot fi realizate la un preț mai mare decât prețul de piață al acestor instrumente de la momentul publicării termenilor finali ai noii oferte.

---

[1] Tranzacțiile în bloc au drept obiect o cantitate mare de instrumente financiare, care sunt, efectuate, de regulă de investitori instituționali. În Statele Unite se denumesc tranzacții în bloc acele operațiuni care au ca obiect cel puțin 10.000 de acțiuni sau obligațiuni în valoare de cel puțin 200.000 USD, http://www.investorwords.com/502/block_trade.html.

Capitolul XI. Contractele de vânzare-cumpărare având ca obiect instrumentele derivate

Secțiunea 1. Noțiunea de instrument financiar derivat. Tipuri de instrumente derivate

Denumirea de instrument financiar derivat provine din faptul că valoare acestuia este derivată din valoarea altui instrument financiar, care constituie activul suport.

Potrivit dispozițiilor art. 2 alin. (1) pct. 12, dar și celor ale art. 7 pct. 14^1 din O.U.G. nr. 99/2006 raportate la cele ale pct. 11 ale aceluiași articol și alineat din Legea nr. 297/2004, instrumentele financiare derivate constau în:

- contracte *futures* financiare, inclusiv contracte similare cu decontare finală în fonduri;
- opțiuni pe orice instrument financiar prevăzut la lit. a)-d) din cadrul pct. 11 al art. 2 alin. (1)[1], inclusiv contracte similare cu decontare finală în fonduri; această categorie include și opțiuni pe curs de schimb și pe rata dobânzii;
- instrumente financiare derivate pe mărfuri.

Prin Legea nr. 227/2007 de aprobare a O.U.G. nr. 99/2006, privind instituțiile de credit și adecvarea capitalului, au fost introduse în legislația română noi instrumente derivate, menționate de altfel în Directiva nr. 39/2004-MiFID, în cadrul Anexei I Secțiunea C. Acestea sunt:

- contractele de opțiuni, contractele la termen, contractele *swap*, contractele la termen pe rata dobânzii și orice alte contracte derivate referitoare la materii prime care trebuie regularizate în numerar sau pot fi regularizate în numerar la cererea uneia dintre părți (altfel decât în caz de încălcare a obligațiilor sau de alt incident care conduce la reziliere);
- contractele de opțiuni, contractele la termen, contractele *swap*, contractele la termen fix (*forwards*) și orice alte contracte derivate referitoare la materii prime care pot fi regularizate prin livrare fizică, care nu au fost menționate în alt mod și neavând scopuri comerciale, care prezintă caracteristicile altor instrumente financiare derivate ținând seama dacă, în special, sunt compensate și regularizate prin intermediul unor organisme de compensare recunoscute sau fac obiectul unor apeluri în marjă regulate;
- instrumentele derivate care servesc la transferul riscului de credit;
- contractele financiare pentru diferențe (*financial contracts for differences*);
- contractele de opțiuni, contractele la termen, contractele *swap*, contractele la termen pe rata dobânzii și orice alte contracte derivate referitoare la variabile climatice, la taxe de navlu, la autorizații de emisiuni sau la rate ale inflației sau alte statistici economice oficiale care trebuie regularizate în numerar sau pot fi regularizate în

---

[1] Și anume: a) valori mobiliare; b) titluri de participare la organismele de plasament colectiv; c) instrumente ale pieței monetare, inclusiv titluri de stat cu scadență mai mică de un an și certificate de depozit; d) contracte futures financiare, inclusiv contracte similare cu decontare finală în fonduri.

numerar la cererea uneia dintre părţi (altfel decât în caz de încălcare a obligaţiilor sau de alt incident care conduce la reziliere), precum şi orice alte contracte derivate privind active, drepturi, obligaţii, indici şi măsuri, care prezintă caracteristicile altor instrumente financiare derivate ţinând seama dacă, în special, sunt tranzacţionate pe o piaţă reglementată sau un sistem multifuncţional de tranzacţionare, sunt compensate şi regularizate prin intermediul unor organisme de compensare recunoscute sau fac obiectul unor apeluri în marjă regulate.

În prezent, în România se tranzacţionează instrumente financiare derivate la Bursa Monetar Financiară şi de Mărfuri de la Sibiu (SIBEX), dar şi la Bursa de valori Bucureşti. La SIBEX sunt tranzacţionate printre altele contracte *futures*, având activ suport diverse acţiuni cu lichiditate mai mare, listate pe piaţa la vedere operată de Bursa de Valori Bucureşti, precum şi, opţiuni având activ suport contracte *futures* tranzacţionate la BMFMS.

Principalele caracteristici ale tranzacţionării pe principala piaţă a instrumentelor financiare derivate, cea operată de Bursa Monetar Financiară şi de Mărfuri SA Sibiu, sunt conţinute în Regulamentul nr. 4 al BMFMS[1].

La Bursa de Valori Bucureşti instrumentele derivate se tranzacţionează în conformitate cu prevederile Cărţii a II-a a Codului B.V.B. - operator de piaţă[2].

În ultima vreme au fost introduse la Bursa de Valori Bucureşti produsele structurate, instrumente financiare derivate, care pot avea ca activ suport şi acţiuni şi care sunt, potrivit prevederilor art. 1 alin. (1) pct. 66^1 din Cartea I a Codului B.V.B. - operator de piaţă: instrumente financiare de natura valorilor mobiliare care au la bază un activ suport, sunt emise în conformitate cu un prospect de bază, precum şi cu documentele de completare aferente respectivului prospect, şi care pot fi admise la tranzacţionare pe piaţa reglementată la vedere administrată de B.V.B. Emitenţii produselor structurate pot fi instituţii de credit, firme de investiţii, precum şi alte instituţii financiare aflate sub incidenţa autorizării şi reglementării autorităţilor competente din state membre sau nemembre. Produsele structurate pot fi: certificate, warrant-uri, precum şi alte tipuri de produse structurate.

Produsele structurate se tranzacţionează la Bursa de Valori Bucureşti conform prevederilor Capitolului XII^1 din Titlul III al Cărţii I al Codului B.V.B. - operator de piaţă. Tranzacţionarea produselor structurate nu presupune livrarea fizică.

Secţiunea a 2-a. Contractele cu instrumente derivate o varietate de vânzare în cazul în care presupun livrarea fizică la scadenţă

Contractele de vânzare-cumpărare care au ca obiect instrumente financiare derivate nu sunt contracte de vânzare-cumpărare de acţiuni propriu-zise, îndepărtându-se substanţial de elementele definitorii ale acestuia, îndeosebi atunci când sunt încheiate fără livrare fizică a activului suport, în speță a acțiunii. Cu toate acestea, fiind contracte la termen, tranzacționarea lor exercită o influență majoră asupra evoluției pieței activului suport pe piața la vedere (*spot*), întrucât prețul instrumentului derivat reprezintă o estimare, o predicție, a prețului activului suport (a acțiunii) la un anumit termen.

---

[1] Aprobat prin deciziile C.N.V.M. nr. 358/31.01.2006, nr. 1189/24.05.2006, nr. 3457/ 22.11.2006, nr. 752/22.05.2007 (fiind modificat de-a lungul timpului, regulamentul a necesitat aprobări ulterioare, a noului său conţinut, din partea C.N.V.M.).

[2] Aprobată prin Decizia C.N.V.M. nr. 926/14 iunie 2007 privind Cartea a II-a, Piaţa reglementată la termen.

Atunci când tranzacțiile cu instrumente financiare derivate presupun livrarea fizică a acestora, respectivele acte juridice reprezintă o varietate a contractului de vânzare-cumpărare de instrumente financiare, părțile amânând până la un anumit termen transmiterea dreptului de proprietate.

Livrarea fizică presupune transferul titlurilor ce reprezintă activul suport din contul electronic al vânzătorului în cel la cumpărătorului, instrumentele respective rămânând desigur bunuri mobile incorporale.

Decontarea tranzacției, inclusiv livrarea fizică se realizează prin intermediul unei case de compensare, care are rolul de contraparte centrală, potrivit dispozițiilor art. 157 alin. (3) din Legea nr. 297/2004. **Contrapartea centrală** este o entitate care se interpune între intermediarii din sistem și care acționează ca o contraparte exclusivă a acestora, în ceea ce privește ordinele lor de transfer.

În practica piețelor financiare contemporane, contractele cu derivate care presupun livrarea fizică sunt rare, fiind preferată forma mult mai adecvată interesului urmărit de investitorii pe astfel de piețe, aceea a decontării în numerar a pozițiilor inițiate.

Secțiunea a 3-a. Categorii principale de contracte cu instrumente derivate care pot presupune livrarea fizică

3.1. Contractele *futures*

Contractele *futures* sunt, potrivit art. 5 din Regulamentul nr. 4 al BMFMS, contracte standardizate ce creează pentru părțile contractante obligația de a cumpăra și respectiv de a vinde un anumit activ suport la data scadenței și la un preț convenit la momentul încheierii tranzacției. O definiție asemănătoare este dată și de art. 1 alin. (1) pct. 14 din Cartea a II-a a Codului B.V.B. - operator de piață.

În cazul contractului *futures*, cumpărătorul acestuia are o poziție *long*, respectiv își asumă obligația de a cumpăra la un anumit termen activul suport al contractului, în cuantumul menționat în cuprinsul acestui contract, la un preț determinat în momentul achiziționării contractului *futures*. În acest caz, investitorul respectiv mizează pe creșterea valorii activului suport până la scadență pe piața pe care se tranzacționează acesta.

Practic, deținătorul unei poziții *long* cumpără instrumente financiare fără să plătească întreaga sumă, ci numai o parte din aceasta numită marjă. Împrumutătorul în relația cu investitorul care a inițiat o poziție *long* este casa de brokeraj care i-a permis tranzacționarea în marjă.

Câștigul deținătorului unei poziții *long* va fi reprezentat de aprecierea cursului activului suport (acțiunii) pe piața pe care se tranzacționează acesta, în intervalul dintre momentul cumpărării contractului și momentul scadenței sau momentul vânzării contractului.

Vânzătorul unui contract *futures*, include o poziţie de vânzare sau *short*, se obligă ca, la scadenţă, să vândă un anumit activ suport, la preţul din momentul iniţierii poziţiei. În această situaţie, el va miza pe scăderea preţului activului suport pe piaţa pe care se tranzacţionează acesta, deoarece el va fi ţinut să vândă activul suport numai la scadenţă, o scădere a preţului acestuia însemnând că investitorul respectiv va trebui să plătească mai puţini bani pentru a achiziţiona instrumentele financiare care constituie activul suport pentru a le livra la scadenţă.

Contractul *futures* care include o poziţie *short* reprezintă o vânzare în lipsă, proprietarul acestui contract asumându-şi obligaţia că va vinde, la preţul care va fi în momentul scadenţei, activul suport, pe care nu-l deţine în momentul iniţierii poziţiei, dar pe care îl va achiziţiona pe parcursul existenţei contractului. Altfel spus, iniţiatorul unei poziţii *short* vinde instrumente financiare împrumutate, asumându-şi obligaţia să cumpere aceste instrumente până în momentul scadenţei. Împrumutătorul în relaţia cu investitorul este firma de brokeraj care îi permite tranzacţionarea în marjă.

În această situaţie, el va miza pe scăderea preţului activului suport pe piaţa pe care se tranzacţionează acesta, deoarece el va fi ţinut să vândă activul suport numai la scadenţă, o scădere a preţului acestuia însemnând că investitorul respectiv va trebui să plătească mai puţini bani pentru a achiziţiona instrumentele financiare care constituie activul suport pentru a le livra la scadenţă. Cel mai des întâlnit activ suport pe piaţa de capital din România îl reprezintă acţiunile celor mai lichide societăţi admise la tranzacţionare pe piaţa reglementată la vedere administrată de B.V.B.

Deţinătorul unui contract *futures*, în cadrul căruia are o anumită poziţie, respectiv *short* – de vânzător, sau *long* – de cumpărător, poate să aştepte scadenţa, situaţie în care **existenţa contractului va înceta de drept sau poate să îşi închidă poziţia pe parcursul perioadei de valabilitate a contractului prin iniţierea unei poziţii de sens contrar**, cu aceleaşi caracteristici, respectiv pentru acelaşi activ suport, în acelaşi volum şi cu aceeaşi scadenţă. În acest mod investitorul respectiv **va cumula calitatea de vânzător cu aceea de cumpărător**.

Potrivit art. 11 din Titlul VI – Piaţa Futures al Cărţii a II-a a Codului B.V.B. - operator de piaţă, Participanţii la Piaţa Derivatelor şi clienţii sunt ţinuţi răspunzători în ceea ce priveşte obligaţiile care decurg din deţinerea unei poziţii deschise *Long* sau *Short* până în momentul în care poziţiile respective sunt lichidate printr-una din următoarele metode:

a) **înainte de scadenţă:**

i. sunt închise de către participantul la Piaţa Derivatelor prin încheierea în piaţă a unei tranzacţii de sens contrar;

ii. sunt diminuate sau închise forţat de către Casa de Compensare.

b) **la scadenţă**, sunt închise de către Casa de Compensare, prin efectuarea procesului de decontare finală în fonduri sau livrare fizică.

Contractele *futures* pot fi aşadar cu livrare fizică sau fără livrare fizică. La Bursa Monetar Financiară şi de Mărfuri Sibiu se tranzacţionează contracte *futures* **fără livrare fizică.** La scadenţa contractelor *futures* fără livrare fizică, lichidarea poziţiilor deschise se va face numai prin plata diferenţelor de preţ, potrivit specificaţiilor fiecărui contract.

La Bursa de Valori Bucureşti, contractele *futures* pot fi **şi cu livrare fizică**, situaţie ce impune vânzătorului să transmită la scadenţă dreptul de proprietate către cumpărător. Conform art. 1 pct. 18 din Titlul Preliminar al Cărţii a II-a a Codului B.V.B. - operator de piaţă, **decontarea cu livrare** (*physical delivery*) reprezintă stingerea obligaţiilor băneşti şi de transfer a unui activ suport rezultate în urma procesului de decontare finală.

La scadenţa contractelor *futures* fără livrare fizică, **lichidarea poziţiilor deschise se va face numai prin plata diferenţelor de preţ**, potrivit specificaţiilor fiecărui contract. Închiderea poziţiilor deschise ale societăţilor de intermediere, care au calitatea de participanţi la sistemul de tranzacţionare şi de compensare-decontare, pe contul propriu - *House*, şi pe fiecare client, se efectuează de către Casa de Compensare, conform regulamentelor proprii ale acesteia.

În mod practic, contrapartea fiecărui investitor pe piaţa instrumentelor derivate este Casa de Compensare, întrucât această entitate va plăti diferenţele pozitive, ce reprezintă câştigurile investitorilor şi va încasa pierderile acestora. Această concluzie îşi găseşte suportul în prevederile art. 157 alin. (5) din Legea nr. 297/2004, în care se indică în mod neechivoc rolul casei de compensare pe piaţa instrumentelor derivate, aceasta acţionând ca şi contraparte centrală. Contrapartea centrală este o entitate care se interpune între intermediarii din sistem şi care acţionează ca o contraparte exclusivă a acestora, în ceea ce priveşte ordinele lor de transfer.

Preţul de cotare al unui contract futures în timpul sesiunii de tranzacţionare este reprezentat de preţul ultimei tranzacţii pe tipul de contract şi scadenţa respectivă. Preţul de cotare la închiderea sesiunii de tranzacţionare va fi preţul de tranzacţionare aferent ultimei tranzacţii.

Limitele de variaţie zilnică sunt stabilite pentru fiecare instrument financiar derivat şi pentru fiecare scadenţă şi vor fi modificate după caz de casa de compensare, pentru a reflecta schimbările condiţiilor de piaţă.

3.2. Opţiunile

Contractele cu opţiuni sunt contracte standardizate care, în schimbul plăţii unei prime, creează pentru cumpărătorul opţiunii dreptul, dar nu şi obligaţia, de a cumpăra sau a vinde un anumit activ suport la un preţ prestabilit, numit preţ de exercitare, până la sau la data expirării.

Există două tipuri de opţiuni:

a) CALL – este contractul standardizat care dă dreptul cumpărătorului opţiunii ca, până la scadenţa contractului, să cumpere activul suport la preţul de exercitare, în schimbul primei plătite vânzătorului la încheierea tranzacţiei, vânzătorului opţiunii „*call*" revenindu-i obligaţia de a vinde activul suport dacă opţiunea este exercitată;

b) PUT – este contractul standardizat care dă dreptul cumpărătorului opţiunii ca, până la scadenţa contractului, să vândă activul suport la preţul de exercitare, în schimbul primei plătite vânzătorului la încheierea tranzacţiei, iar vânzătorului opţiunii „*put*", obligaţia de a cumpăra activul suport dacă opţiunea este exercitată.

Potrivit art. 62 din Regulamentul BMFMS nr. 4, preţurile de exercitare pentru contractele cu opţiuni sunt listate în platforma electronică de tranzacţionare numai după ce s-a executat o tranzacţie pe contractul *futures* suport. Primele opţiunilor nu au limite de variaţie zilnică.

Trebuie arătat că numărul tranzacţiilor cu opţiuni este foarte redus pe piaţa reglementată din România. La Bursa Monetar Financiar şi de Mărfuri Sibiu se tranzacţionează opţiuni ce au ca suport contractele *futures*. La Bursa de Valori Bucureşti nu se tranzacţionează în momentul de faţă opţiuni.

În cadrul art. 4 alin. (2) din acest regulament este stabilit un principiu fundamental ce guvernează tranzacţiile încheiate pe piaţa instrumentelor derivate operată de BMFMS, şi anume acela că tranzacţiile executate pe această piaţă reglementată reprezintă acte de comerţ care dau naştere la obligaţii valabile şi cărora nu le poate fi opusă excepţia de joc.

Pentru tranzacţiile cu instrumente financiare derivate efectuate la Bursa de la Sibiu, *variaţia maximă* a preţului contractelor este stabilită de către Casa Română de Compensaţie Sibiu (pentru contracte *futures*, întrucât primele opţiunilor nu au limite de variaţie zilnică).

La Bursa de Valori Bucureşti, tranzacţiile cu opţiuni pot fi efectuate cu livrare fizică. Astfel, poziţiile deţinute de către **cumpărătorii de contracte *options*** pot fi lichidate prin executarea unei tranzacţii de sens opus, prin exercitarea sau expirarea opţiunii deţinute. Exercitarea unei opţiuni de către deţinătorul acesteia poate fi realizată fie prin încasarea diferenţei favorabile în cazul decontării pe bază de numerar („*cash settlement*"), fie prin achiziţionarea (dacă este vorba de o opţiune „*call*") sau livrarea (dacă este vorba de o opţiune „*put*") activului suport.

Vânzătorii de contracte *options* îşi pot lichida poziţiile la expirarea termenului de valabilitate al acestui instrument financiar derivat. Vânzătorul unei opţiuni îşi va lichida poziţia şi în ipoteza în care contrapartea sa, cumpărătorul, va exercita opţiunea înainte de scadenţă.

Secţiunea a 4-a. Tranzacţiile în marjă. Efectele tranzacţionării în marjă

Tranzacţiile cu instrumente derivate sunt **tranzacţii în marjă**, investitorul fiind ţinut să menţină valoarea minimă a marjei pe toată perioada cât are deschise poziţii având drept obiect respectivele instrumente financiare.

După cum am arătat mai sus[1], potrivit art. 190 alin. (2) din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006 **marja** reprezintă nivelul minim pe care clientul (investitorul pe piaţa de capital) trebuie să îl menţină în contul de marjă deschis la S.S.I.F. pentru garantarea tranzacţiilor în marjă. Marja poate fi constituită în numerar, în valori mobiliare, precum şi în titluri de stat cu scadenţa mai mică de 12 luni. Conform art. 208 din acest regulament, firma de brokeraj va asigura o garanţie pentru persoana fizică sau juridică, în cazul valorilor mobiliare date cu împrumut în numele acestora. Valoarea garanţiei va fi stabilită de comun acord de către părţi în cadrul contractului încheiat.

Intermediarul autorizat nu va executa niciun ordin pentru clienţii care nu au constituit marja iniţială. Intermediarul nu poate menţine poziţii deschise de cumpărare şi

---

[1] În cadrul Capitolului III al Titlului VI „Efectele contractului".

B.C.U. „M. EMINESCU" IAŞI

de vânzare pe acelaşi instrument financiar derivat şi aceeaşi scadenţă. În raporturile sale cu casa de compensare sau cu membrul compensator, după caz, intermediarul este responsabil pentru existenţa sumelor necesare în cont pentru tranzacţiile cu instrumente financiare derivate executate pe conturile clienţilor săi.

Tranzacţionarea în marjă este de esenţa pieţei instrumentelor derivate, întrucât investitorii de pe această piaţă decid să iniţieze poziţii de vânzare sau de cumpărare, respectiv, în cazul opţiunilor, poziţii PUT sau CALL, în considerarea faptului că nu sunt obligaţi să achite la momentul iniţierii poziţiei în cadrul contractului întreg preţul tranzacţiei, ci numai marja necesară acoperirii riscului.

Conform art. 23 alin. (1) din Regulamentul BMFMS nr. 4, privind tranzacţionarea pe piaţa reglementată de instrumente financiare derivate administrată de S.C. Bursa Monetar-Financiară şi de Mărfuri S.A. Sibiu, **conturile în marjă** se constituie la toate nivelele de operare pe piaţa contractelor futures şi cu opţiuni şi în ele se evidenţiază instrumentele financiare, sumele, valorile sau bunurile necesare garantării poziţiilor deschise, precum şi drepturile dobândite sau obligaţiile asumate.

În relaţia cu piaţa instrumentelor derivate, investitorul interacţionează numai printr-un intermediar autorizar (bancă sau S.S.I.F.). Pentru a se putea opera prin sistemul conturilor în marjă, intermediarii autorizaţi, participanţi la sistemul de tranzacţionare al pieţei derivatelor, deschid conturi în marjă, cu rolul de a garanta obligaţiile reciproc asumate de ei în urma tranzacţionării contractelor futures şi cu opţiuni. Din această cauză, din perspectiva operatorului pieţei reglementate a derivatelor şi a casei sale de compensare, marja reprezintă nivelul minim al disponibilităţilor pe care un membru compensator trebuie să le menţină la casa de compensare, în nume propriu sau în contul clienţilor, pentru o poziţie deschisă. Sumele necesare acoperirii marjelor se depun în contul casei de compensare agreate de operatorul de piaţă la iniţierea unei poziţii în piaţa *futures*, indiferent dacă aceasta este de cumpărare sau de vânzare şi la iniţierea unei poziţii de vânzare de contracte de opţiuni indiferent dacă acestea sunt CALL sau PUT.

Marja pentru fiecare contract va fi actualizată de către casa de compensare în funcţie de valoarea contractului, de evoluţia zilnică a preţului activului suport şi de limitele de fluctuaţie maximă a preţului.

În situaţia în care preţul unui tip de contracte, sub influenţa evoluţiei cursului activului suport pe piaţa la vedere, fluctuează astfel încât nivelul disponibilului (suma din cont) scade sub nivelul marjei necesare, casa de compensare lansează **apelul în marjă** către intermediari, în vederea acoperirii marjei necesare, respectiv a riscului calculat.

În conformitate cu art. 37 din Regulamentul Casei Române de Compensare Sibiu, apelul în marjă reprezintă suma ce trebuie depusă de intermediari (membri compensatori) pentru completarea sumei din cont până la nivelul riscului calculat pentru toate poziţiile deschise. În relaţia cu clienţii, dacă valoarea marjei se situează sub limita minimă, datorită schimbărilor valorii curente de piaţă a valorilor mobiliare, S.S.I.F. va emite un apel în marjă şi va informa clientul asupra datei la care s-a constatat deficitul în marjă, solicitând prin acesta ca deficitul să fie acoperit (art. 199 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006). În situaţia în care clientul nu răspunde apelului în marjă şi deficitul nu este eliminat în perioada prevăzută în contractul de

B.C.U. „M. EMINESCU" IAŞI

intermediere, care nu poate depăși două zile lucrătoare, intermediarul este autorizat să vândă valorile mobiliare din contul clientului până la acoperirea deficitului.

În relația cu casa de compensare a operatorului pieței instrumentelor derivate, intermediarul are două posibilități, fie să completeze suma din cont până la acoperirea marjei, fie să închidă un număr de poziții care să asigure scăderea riscului și acoperirea marjei pentru pozițiile rămase deschise.

Secțiunea a 5-a. Piețele pe care se încheie tranzacții cu instrumente financiare derivate

În România, este instituită o prohibiție de a se efectua tranzacții cu instrumente financiare derivate în afara pieței reglementate, art. 213 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006 interzicând S.S.I.F.-urilor să înregistreze în contul în marjă al clienților alte tranzacții decât cele încheiate pe piața reglementată.

În 15 septembrie 2010, Comisia Europeană a adoptat o propunere de regulament al Uniunii Europene privind instrumentele financiare derivate extrabursiere, contrapartidele centrale și registrele centrale de tranzacții[1]. Comisia Europeană propune ca informațiile privind contractele cu instrumente financiare derivate tranzacționate pe piețe OTC să fie raportate către așa-numitele registre centrale de tranzacții și să poată fi accesate de către autoritățile de supraveghere. De asemenea, toți ceilalți participanți la operațiunile de pe piață vor avea, la rândul lor, acces la mai multe informații. Comisia mai propune și compensarea prin intermediul contrapartidelor centrale (caselor de compensare centrale) a contractelor standard cu instrumente financiare derivate tranzacționate pe piețe de tip OTC. Acest procedeu va reduce riscul de credit al contrapartidei, riscul ca o parte la contract să intre în incapacitate de plată.

Potrivit art. 47 alin. (2) din propunerea de regulament, contrapartidele centrale (casele de compensare) sunt ținute să precizeze cu claritate obligațiile proprii cu privire la livrările instrumentelor financiare, menționând inclusiv dacă au obligația de a efectua sau de a primi livrarea unui instrument financiar sau dacă despăgubesc participanții pentru pierderile suferite în cursul procesului de livrare. De asemenea, atunci când o contrapartidă centrală are obligația de a efectua sau primi livrări de instrumente financiare, aceasta este obligată să elimine riscul principal prin utilizarea mecanismelor „livrare contra plată”, în sensul că nu va asigura plata prețului decât concomitent cu transferul în contul cumpărătorului a titlurilor ce reprezintă activul suport.

---

[1] http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0484:FIN:RO:PDF.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

intermediare, care nu poate depăşi două zile lucrătoare, intermediarul este autorizat să vândă valorile mobiliare din contul clientului până la acoperirea deficitului. În relaţie cu casa de compensare a operatorului pieţei instrumentelor derivate, intermediarul are două posibilităţi: fie să completeze suma din cont până la atingerea marjei, fie să lichideze un număr de poziţii care să asigure scăderea riscului şi acoperirea marjei pentru poziţiile rămase deschise.

Secţiunea a 5-a. Pieţele pe care se încheie tranzacţii cu instrumente financiare derivate

În România, este instituită o prohibiţie de a se efectua tranzacţii cu instrumente financiare derivate în afara pieţei reglementate: art. 214 din Regulamentul C.N.V.M. nr. 32/2006 interzicând S.S.I.F.-urilor să înregistreze în contul în marjă al clienţilor alte tranzacţii decât cele încheiate pe piaţa reglementată.

În 15 septembrie 2010, Comisia Europeană a adoptat o propunere de regulament al Uniunii Europene privind instrumentele financiare derivate extrabursiere, contrapărţile centrale şi registrele centrale de tranzacţii[1]. Comisia Europeană propune ca informaţiile privind contractele cu instrumente financiare derivate tranzacţionate pe pieţe OTC să fie raportate către registrele centrale de tranzacţii şi să poată fi accesate de către autorităţile de supraveghere. De asemenea, toţi ceilalţi participanţi la operaţiunile de pe piaţă vor avea, la rândul lor, acces la mai multe informaţii. Comisia mai propune compensarea prin intermediul contrapărţilor centrale (caselor de compensare centrale) a contractelor standard cu instrumente financiare derivate tranzacţionate pe pieţe de tip OTC. Acest proces va reduce riscul de credit al contrapărţilor, riscul ca o parte la contract să intre în incapacitate de plată.

Potrivit art. 47 alin. (2) din propunerea de regulament, contrapărţile centrale (casele de compensare) sunt obligate să precizeze în mod clar obligaţiile proprii cu privire la livrările instrumentelor financiare, menţionând inclusiv dacă au obligaţia de a efectua sau de a primi livrarea unui instrument financiar sau dacă despăgubesc participanţii pentru pierderile suferite în cursul procesului de livrare. De asemenea, atunci când o contrapartidă centrală are obligaţia de a efectua sau primi livrări de instrumente financiare, aceasta este obligată să elimine riscul principal prin utilizarea mecanismelor „livrare contra plată”, în sensul că nu se efectuează plata preţului decât concomitent cu transferul în contul cumpărătorului a titlurilor ce reprezintă activul suport.

---

[1] http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0484:FIN:RO:PDF

Bibliografie

I. Tratate, cursuri universitare, cărţi, monografii

A. Autori români

1. *Alexandresco D.*, Principiile dreptului civil român, Atelierele grafice Socec&Co, Bucureşti, 1926;

2. *Angheni S., Volonciu M., Stoica C.*, Drept comercial, ed. a 4-a, Ed. C.H. Beck, Bucureşti, 2008

3. *Angheni S.*, Societăţi comerciale. Soluţii profesionale de la A la Z, Ed. C.H. Beck, Bucureşti, 2010;

4. *Baias Fl.*, Simulaţia. Studiu de doctrină şi jurisprudenţă, Ed. Rosetti, Bucureşti, 2003;

5. *Bîrsan C.*, Drept civil. Drepturi reale principale, Ed. All Beck, Bucureşti, 2001;

6. *Bîrsan C.*, Convenţia europeană a drepturilor omului, Comentariu pe articole, vol. I, Drepturi şi libertăţi, Ed. C.H. Beck, Bucureşti, 2005 şi vol. II, Procedura în faţa Curţii. Executarea hotărârilor;

7. *Beleiu Gh.*, Drept civil român. Introducere în dreptul civil. Subiectele dreptului civil, ed. a 5-a, Casa de Editură şi Presă „Şansa" S.R.L., Bucureşti, 1998;

8. *Bodu S.*, Dicţionar explicativ de termeni juridici. Dreptul societăţilor comerciale, Ed. Rosetti, 2005;

9. *Boroi G.*, Drept civil. Partea generală. Persoanele, Ed. Hamangiu, 2008, Bucureşti;

10. *Buergenthal T., Weber R.*, Dreptul internaţional al drepturilor omului, Ed. All, Bucureşti, 1996;

11. *Cantacuzino M.*, Elementele dreptului civil, Ed. Cartea românească, Bucureşti, 1921;

12. *Căpăţână O., Ştefănescu B.*, Tratat de drept al comerţului internaţional, vol. II, Ed. Academiei, 1987;

13. *Cărpenaru St.D., David S., Predoiu C., Piperea Gh.*, Societăţi comerciale. Reglementare, doctrină, jurisprudenţă, Ed. All Beck, Bucureşti, 2002;

14. *Cărpenaru St.D., David S., Predoiu C., Piperea Gh.*, Legea societăţilor comerciale. Comentariu pe articole, 2006;

15. *Cărpenaru St.D., David S., Predoiu C., Piperea Gh.*, Legea societăţilor comerciale. Comentariu pe articole, Ed. C.H. Beck, ed. a 4-a, 2009;

16. *Cărpenaru St.D.*, Drept comercial român, Ed. All, 1996, Bucureşti;

17. *Cărpenaru St.D.*, Drept comercial român, ed. a 5-a, Ed. All Beck, 2004;

18. *Cîrcei E.*, Constituirea societăţilor comerciale pe acţiuni, Ed. Lumina Lex, 1995, Bucureşti, 1995;

19. *Chirică D.*, Tratat de drept civil. Contracte speciale, vol. I, Vânzarea şi schimbul, Ed. C.H. Beck, 2008;

20. *Constantinescu M., Iorgovan A., Muraru I., Tănăsescu E.S.*, Constituţia României reviziuită. Comentarii şi explicaţii, Ed. All Beck, 2004;

21. *Cosma D.*, Teoria generală a actului juridic civil, Ed. Ştiinţifică, Bucureşti, 1969;

22. *Cucu C., Gavriş M.-V., Bădoiu C.-G., Haraga C.*, Legea societăţilor comerciale nr. 31/1990. Repere bibliografice. Practică judiciară. Decizii ale Curţii Constituţionale. Adnotări, Ed. Hamangiu, 2007;

23. *Deak Fr.*, Tratat de drept civil. Contracte speciale, ed. a 3-a, Ed. Universul juridic, Bucureşti, 2001;

24. *Deleanu I.*, Părţile şi terţii. Relativitatea şi opozabilitatea efectelor juridice, Ed. Rosetti, Bucureşti, 2002;

25. *Duţescu C.*, Drepturile acţionarilor, ed. a 2-a, Ed. C.H. Beck, 2007;

26. *Duţescu C.*, Drepturile acţionarilor, ed. a 3-a, Ed. C.H. Beck, 2010;

27. *Duţescu C.*, Manipularea pieţei de capital, Ed. C.H. Beck, Bucureşti, 2008;

28. *Filipescu I.P.*, Dreptul civil. Dreptul de proprietate şi alte drepturi reale, Ed. Actami, Bucureşti, 1998;

29. *Florescu E.*, Regimul juridic al titlurilor de credit şi al valorilor mobiliare, Ed. Rosetti, Bucureşti, 2005;

30. *Finţescu I.N.*, Curs de drept comercial, vol. I, Bucureşti, 1929, editat Al.Th. Doicescu;

31. *Georgescu I.L.*, Drept comercial român, vol. II, Ed. All Beck, colecţia Restitutio, 2002, Bucureşti;

32. *Gerota D.D.*, Curs de societăţi comerciale, Ed. Fundaţia Culturală Regele Mihai I, Bucureşti, 1928;

33. *Gheorghe C.*, Dreptul pieţei de capital, Ed. C.H. Beck, 2009, Bucureşti;

34. *Gheorghiu Gh., Ţuţuianu A., Istrătescu E.*, Drept comercial român, Ed. Biblioteca Târgovişte, 2004;

35. *Hamangiu C., Rosetti Bălănescu I., Băicoianu Al.*, Tratat de drept civil român, vol. I, 1928, Editura Naţională S. Ciornei, Bucureşti;

36. *Ionaşcu A.*, Drept civil. Partea generală, Ed. Didactică şi Pedagogică, Bucureşti, 1963;

37. *Ionescu S., Preuţescu L.*, Codul comercial comentat şi adnotat, Ed. Tribuna, Craiova, 1994;

38. *Iorgovan A.*, Tratat de drept administrativ, vol. II, ed. a 4-a, Ed. All Beck, Bucureşti, 2005;

39. *Lupan E., Sabău I.S.*, Tratat de drept civil român, vol. I. Partea generală, Ed. C.H. Beck, 2006;

40. *Muraru I., Tănăsescu E.S.* (coord.), Constituţia României. Comentariu pe articole, Ed. C.H. Beck, Bucureşti, 2008;

41. *Nicolae M.*, Instituţii de drept civil. Curs selectiv pentru licenţă, 2004-2005, Ed. Universul Juridic, Bucureşti, 2004;

42. *Popa N.*, Teoria generală a dreptului, ed. a 3-a, Ed. C.H. Beck, 2008, Bucureşti;

43. *Popa I.*, Contractul de vânzare-cumpărare. Studiu comparativ de doctrină şi jurisprudenţă, ed. 2-a, Ed. Universul Juridic, Bucureşti, 2008;

44. *Petrina S.G.*, Legea societăţilor comerciale nr. 31/1990. Practică judiciară. Ed. Hamangiu, 2009, Bucureşti;

45. *Pop L.*, Dreptul de proprietate şi dezmembrămintele sale, Ed. Lumina Lex, Bucureşti, 2000;

46. *Pop L.*, Tratat de drept civil. Obligaţiile, vol. II, Contractul, Ed. Universul Juridic, 2009, Bucureşti;

47. *Popescu C.-L.*, Protecţia internaţională a drepturilor omului - surse, instituţii, proceduri. Note de curs, Ed. All Beck, Bucureşti, 2000;

48. *Popescu T.R., Anca P.*, Teoria generală a obligaţiilor, Ed. Ştiinţifică, Bucureşti, 1968;

49. *Piperea Gh.*, Societăţi comerciale, piaţă de capital. Acquis comunitar, Ed. All Beck, Bucureşti, 2005;

50. *Piperea Gh.*, Drept comercial, vol. II, Ed. C.H. Beck, Bucureşti, 2009;

51. *Schiau I., Prescure T.*, Legea societăţilor comerciale nr. 31/1990. Analize şi comentarii pe articole, Ed. Hamangiu, 2007;

52. *Stătescu C., Bîrsan C.*, Drept civil. Teoria generală a obligaţiilor, ed. a 4-a, Ed. All, 1998;

53. *Stătescu C., Bîrsan C.*, Drept civil. Teoria generală a obligaţiilor, ed. a 8-a, Ed. All Beck, 2002;

54. *Stătescu C., Bîrsan C.*, Drept civil. Teoria generală a obligaţiilor, ed. a 9-a, Ed. Hamangiu, 2008;

55. *Stoica V.*, Drept civil. Drepturi reale principale, Ed. C.H. Beck, 2009, Bucureşti;

56. *Şaguna D.D., Popescu M.R.*, Societăţi comerciale europene, Ed. Oscar Print, 1996, Bucureşti;

57. *Toader C.*, Evicţiunea în contractele civile, Bucureşti, Ed. All, 1997;

58. *Turcu I.*, Teoria şi practica dreptului comercial român, vol. II, Ed. Lumina Lex, Bucureşti, 1998;

59. *Ţuţuianu A.*, Piaţa de capital. Regimul juridic aplicabil participanţilor, Ed. Hamangiu, Bucureşti, 2007;

60. *Vasilescu P.*, Relativitatea actului juridic civil. Repere pentru o nouă teorie a actului de drept privat, Ed. Rosetti, 2003, Bucureşti;

61. *Vonica R.*, Dreptul societăţilor comerciale, ed. a 2-a, Ed. Lumina Lex, 2000;

62. *Ungureanu O., Munteanu C.*, Tratat de Drept civil. Bunurile. Drepturile reale principale, Ed. Hamangiu, 2008;

Urs I.R., Angheni S., Drept civil. Partea generală. Persoanele, vol. I, Ed. Oscar Print, Bucureşti, 1998.

B. Autori străini

1. AMF, La directive sur les marchés d'instruments financiers: enjeux et conséquences pour la régulation française;

2. *Aubert J.-L.*, Notions et rôle de l'offre et de l'acceptation dans la formation du contract, L.G.D.J., 1970, Paris;

3. *Bartman Steef M.*, European Company Law in Accelerated Progress, Centre for European Company Law, Ed. Kluwer Law International, 2006;

4. *Bergel J.L., Bruschi M., Cimamonti S.*, Traité de droit civil. Les biens, L.G.D.J., Paris, 2000;

5. *Berger V.*, Jurisprudenţa Curţii Europene a Drepturilor Omului, Institutul Român pentru Drepturile Omului, 1998;

6. *Buchere A.*, Traité théorétique et practique des valeurs mobilières et effets publiques et de la législation qui les régit, Paris, Marescq Aine-Libraire Editeur, 1869;

7. *Bonneau T., Drumond F.*, Droit des marchés financières, Economica, Paris, 2002;

8. *Boyer L.*, Sur quelques adages: notes d'histoire et de jurisprudence, Bibliothèque de l'école des chartes. 1998, tome 156, livraison 1;

9. *Brunelle D.*, La raison du capital. Essai sur la dialectique, Montréal: Les Éditions Hurtubise HMH, Montréal, 1980, collection Brèches;

10. *Capitant H.*, De la cause des obligations (contrats, engagements unilatéraux, legs), Dalloz, 1923, Paris;

11. *Carbonnier J.*, Droit civil, Ed. P.U.F., Coll. Thèmis Droit privé, Tome III, Les biens, 19ème édition, 2000;

12. *Causse H.*, Les titres négociables, Essai sur le contrat négociable, Thèse Montpellier, Litec, 1991;

13. *Charveriat A., Couriet A., Mercadal B.*, Sociétés Commerciales, Ed. Francis Lefèvre, 2005;

14. *Charrier J.-L.*, Code de la Convention européenne des droits de l'homme, Ed. Litec, Paris, 2005;

15. *Chvika E.*, Du déclin de la négociabilité des instruments de paiement et de crédit, Ed. Dalloz, 2000;

16. Code civil 107e édition, Dalloz, redactat cu concursul A. Tisserand-Martin, G. Wiederkehr, F. Jacob, X. Henry, G. Venandet, F. Baraton, 2008;

17. Cornu *G.*, Vocabulaire juridique, 8e édition, PUF, 2007;

18. *Cotret L.* La négociabilité des instruments financiers", thèse pour le Doctorat en Droit, Universite de Reims, Champagne-Ardenne;

19. *Cozian M., Viandier A.*, Droit des sociétés, 5-ème édition, Ed. Litec, 1992;

20. *Dagot M.*, La simulation en droit privé, Thèse pour doctorat, LDGJ, R. Pichon şi R. Durand-Auzias, Paris, 1967;

21. *Deloison G.*, Traité des valeurs mobilières françaises et étrangeres et des opérations des burses, L. Larose et Forcel Libraires-Editeurs, 1890;

22. Derrida *F.*, La dématérialisation du droit de rétention, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1967;

23. *Didier P.*, Les biens négociables, Aspects actuels du droit des affaires, mélanges en l'honneur du Y. Guyon, Dalloz, 2003;

24. *Didier P.*, Droit commercial, T. III, Le marché financier, les groupes de société, Ed. PUF, Coll. Thémis droit privé, 1993;

25. *Didier P.*, Droit commercial, t. III, Le Marché Financier, les groupes de sociétés, Ed. PUF, Coll. Thémis droit privé, 1999;

26. *Donnelly J.*, International Human Rights, 2nd edition, Ed. Westview Press, 1998;

27. *Easterbrook F.H., Fischel D.R.*, The economic structure of corporate law, Harvard University Press, 1996;

28. *Figueiredo H.L.*, Responsabilidade civil do terciero gui interfere na relacao contractual, tese, Sao Paolo, 2008;

29. *Foyer J.*, La dématérialisation des valeurs mobilières en France, Ed. Mélanges Flattet, 1985;

30. *Fromentin E., Compin H. şi Foy P.*, Pour connaîre la Bourse, pratique des operations, notions de droit usuel, Ed. Flammarion, 1939;

31. *Germain M.*, Sociologie de la dématérialistion, în L'argent et le droit, Archives de philosophie du droit, Tome 42, Ed. Sirey, 1998;

32. *Ginossar S.*, Droit réel, propriété et créance – élaboration d'un système rationnel des droits patrimoniaux, Thèse, Ed. L.G.D.J., 1960;

33. *Goutay Ph.*, La notion de valeur mobilière, Dalloz. 1999;

34. *Granotier J.*, Le transfert de propriété des valeurs mobilières, Economica, Paris, 2010;

35. *Greene E.F., Rosen E.J., Silverman L.N., Braverman D.A., Sperber S.R.*, U.S. Regulation of the International Securities and Derivatives Markets, Aspen Publishers, 2005;

36. Guide to Financial Services Regulation in Asia;

37. *Guyon Y.*, Droit des affaires, Tome I, Droit commercial général et sociétés, 10-ème édition, Ed. Economica, Paris, 1998;

38. *Guyon Y.*, Droit des affaires, Ed. Economica, Paris, 1990;

39. *Hanningan B.*, Company law, Oxford University Press, 2003;

40. *Harris D.J., O'Boyle M., Warbrick C.*, Law of the European Convention on Human Rights, Ed. Butterworths, 1995;

41. *Hemard J., Terre F. et Mabillat P.*, Sociétés commerciales, Tome. III, Ed. Sirey, 1978;

42. *Honorat J.*, L'inscription en compte obligatoire des valeurs mobilières françaises, Ed. Defrénois, 1985;

43. *Howell M.*, Predators and Profits: 100+ Ways for Investors to Protect Their Nest Eggs, Prentice Hall PTR, 2003;

44. *Hudson R., Colley A., Largan M*, The capital markets & financial management in banking, Ed. Amacom, 1999;

45. *Jacobs F.G., White R.C.A*, The European Convention on Human Rights 2nd edition, Ed. Clarendon Press, Oxford, 1996;

46. *Kraakman Reiner R., Davies P., Hansmann H., Hertig G., Hopt K.J., Kanda Hideki, Rock E.B.*, The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach, Oxford University Press, 2006;

47. *Lambert E.*, Dictionaire practique de législation et de jurisprudence sur les operations de bourse, V. Giard et E. Briere, Paris, 1902;

48. *Larguier J.*, Essai sur la notion de titre en droit privé, Thèse Montpellier, 1948, n° 216;

49. *Larroumet Ch.*, Droit civil. Tome 3. Les obligations. Le contract, 4e édition, Economica, Paris, 1998;

50. *Larroumet Ch.*, Droit civil, Les biens, 3ème éd, Ed. Economica, 1997;

51. *Lassalas Ch.*, L'inscription en compte des valeurs: la notion de propriété scripturale, Presses universitaires de la Faculté de droit de Clermont-Ferrand/ L.G.D.J., 1997;

52. Le Nabasque H., *Les actions sont des droits de créances négociables*, Mélanges en l'honneur d'Y. Guyon, Ed. Dalloz;

53. *Levy E.*, Les fondements du droit, Ed. Librairie Felix Lacan, Coll. Bibliothèque de philosophie contemporaine, 1933

54. *Lucas F.X.*, Les transferts temporaires de valeurs mobilières, L.G.D.J., Paris, 1997;

55. *Madura J*, Introduction to business, Cengage Learning, 2006;

56. *Malaurie P., Aynes L., Gautier P.-Y.*, Contracte speciale, Ed. Wolters Kluwer România, traducere a ed. a 3-a din limba franceză, coord. M. Şcheaua, 2009;

57. *Marty G., Raynaud P.*, Droit civil, Les biens, Ed. Sirey, 2ème édition, 1980;

58. *Mazeaud H., Mazeaud L., Mazeaud J.*, Leçons de droit civil, Editions Montchrestien, vol. III, Paris, 1963;

59. *Mazeaud H., Mazeaud L., Mazeaud J.*, Leçons de droit civil. Tome II. Vol. I. Obligations. Théorie générale, 9e édition, de F. Chabas, Ed.Montchrestien, 1998;

60. *Meau-Latour H.*, La dématerialisation à l'épreuve du don manuel d'actions, în Melange Y. Guyon, Dalloz, 2003;

61. *Merle Ph.*, Droit commercial. Sociétés commerciales, Dalloz, 11e édition, 2007, Paris;

62. *Merle Ph.*, Droit commercial, 2ème édition, Ed. Dalloz, 1990, Paris;

63. *Morse G.*, Charlesworth's Company Law, 13th edition, Ed. Stevens & Sons, Londra, 1987;

64. *Mousel P., Fayot F.*, La circulation des titres, în Droit bancaire et financier au Luxembourg, Recueil de doctrine, Larcier, 2004;

65. *Moyner V.*, Droits des sociétés, Ed. Dalloz, 2002 ;

66. *Muller Ch.*, L'identification des actionaires, Thèse, 2002, Université de droit Robert Schumann Strasbourg;

67. *Muller A-C.*, Droit des marchés financièrs et droit des contracts, Economica, 2007, Paris;

68. *Nizard F.*, Les titres négociables, Thèse Paris II, Ed. Economica, 2003;

69. *Palmiter A.R.*, Securities Regulation: examples and explanations, Aspen Publishers, 2008;

70. *Parance B.*, La possession des biens incorporels, Thèse Université Paris I, 2003;

71. *Pelissier A.*, Possession et meubles incorporels, Thèse, Ed. Dalloz, Coll. Nouvelle bibliothèque de thèses, 2001;

72. *Pettet B.*, Company law, second edition, Ed. Pearson Education Limited, Harlow, 2005;

73. *Pettiti L.E., Decaux E.; Imbert P.H.*, La Convention européenne des droits de l'homme. Commentaire article par article, 2e édition, Ed. Économica, Paris, 1999;

74. *Planiol M.*, Traité Elémentaire de Droit Civil, Éd. Librairie Générale de droit et de Jurisprudence, Paris,1938;

75. *Planiol M., Ripert G.*, Traité pratique de droit civil français, tomme III, Les biens, 2e éd., par M. Picard, 1952;

76. *Ramjohn M.*, Cases and Materials on Equity and Trusts, 4th edition, Routledge-Cavendish, 2008;

77. *Raynouard A.*, La dématérialisation des titres, étude sur la forme scripturale, Thèse Paris II, 1998;

78. *Renucci J.F.*, Traité de droit européen des droits de l'homme, Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, Paris, 2007;

79. *Reygrobellet A.*, La notion de valeur mobilière, Thèse Université Paris II, 1995;

80. Report of The High Level Company Law Experts On A Modern Regulatory Framework For Company Law In Europe

81. *Rider B., Alexander K., Linklater L.*, Market Abuse and Insider Dealing, Total publishing, 2002;

82. *Ripert G.*, Aspects juridiques du capitalisme moderne, 2e édition, LGDJ; 1951;

83. *Ripert G., Roblot R.* Traité de droit commercial, 13e édition, tomme 2, LGDJ, Paris, 1992

84. *Ripert G., Roblot R.*, Traité de droit commercial, tome 2, 16e édition, LGDJ, Paris, 2000;

85. *Rives-Lange J.-L., Contamine-Raynaud M.*, Droit bancaire, 6ème éd., Dalloz, 1995;

86. *Roblot R.*, La dématérialisation des valeurs mobilières, Brochure A.N.S.A., 1984;

87. *Saint-Geours J.*, Les marchés financiers, Paris, Dominos-Flammarion, 1994;

88. *Savatier R.*, Cours de droit civil, tome 1, 2e édition, Librairie générale de droit et de jurisprudence, Paris, 1947;

89. *Schwartz R.A., Francioni R.*, Equity Markets in Action: The Fundamentals of Liquidity, Market Structure & Trading, Publisher: John Wiley and Sons, 2004;

90. *Scott D.L*, Wall Street Words, ed. 3, Houghton Mifflin Reference Books, 2003;

91. *Shulman M*, Sell Short: A Simpler, Safer Way to Profit When Stocks Go Down, Ed. John Wiley and Sons, 2009;

92. *Staley K.F.*, The Art of Short Selling, John Wiley and Sons, 1997;

93. *Starck B., Roland H., Boyer L.*, Droit civil. Obligations. Contract, IIIe éditions, Ed. Litec, Paris, 1989;

94. *Sudre Fr.*, Drept european şi internaţional al drepturilor omului, Ed. Polirom, Iaşi, 2006;

95. *Stoufflet J.*, Le monopole des banques quant à la réception des fonds en dépôt, Etudes H. Cabrillac, Ed. Litec, 1968;

96. *Sudre Fr.*, Droit international et européen de droits de l'homme, 7ème édition, Presses Universitaire de France (PUF), Droit fondamental, 2005;

97. *Tauli T.*, What is short selling, McGraw-Hill Professional, 2004;

98. *Terré Fr., Simler Ph., Laquette Yv.*, Droit civil. Les obligations, Ed. Dalloz, Paris, 2005;

99. *Terré Fr*, L'influence de la volonté individuelle sur les qualifications, coll. Bibliothèque de droit privé, t. 2, Paris, L.G.D.J., 1957;

100. *Thaller E.*, De la nature juridique du titre de crédit. Contribution à une étude générale sur le droit des obligations, Ed. Arthur Rousseau, 1907, Paris;

101. *Thaller E.*, Traité élémentaire de droit commercial, 4eme édition, Paris, Librairie Nouvelle de Droit et de Jurisprudence, 1910;

102. *Thaller E.*, Traité élémentaire de droit commercial, Ed. Rousseau, 7ème éd., par J. Percerou, 1925;

103. *Thompson G.*, Don't Play in the Street: Unless You Know Which Direction Your Stock Is Travelling, Dearborn Trade Publishing, 2003;

104. *Torck S.*, Essai d'une théorie générale des droits réels sur choses fungibles, Th. Paris II, 2000;

105. *Traore A.*, Les incidences de la diversifications des valeurs mobilières sur le droit de vote dans les sociétés par actions, thèse, Université Clermont I-Université D'Auvergne ;

106. *Trebulle F.-G.*, L'émission des valeurs mobilières, Thèse Paris II, Ed. Economica, 2002 ;

107. *Van Dijk P.; Van Hoof, G.J.H.*, Theory and Practice of the European Convention on Human Rights, Ed. Kluwer Law International, The Hague, 1998;

108. *Van Ryn J., Heenen J.*, Principes de droit commercial, vol. 3, 2^{e} éd., Bruxelles, Ed. Etablissement Emile Bruylant 1988;

109. *Vauplane H. de, Bornet J.P.*, Droit de marchés financiers, Ed. Litec, Paris, 1998;

110. *Villey M.*, Leçons d'histoire de la philosophie du droit, Dalloz, 2002;

111. *Vivante C.*, Traité de droit commercial, tome II, V. Girard et E. Briere Libraires-Editeurs, Paris, 1911;

112. *Vivante C.*, Principii de drept comercial, Cartea Românească, Bucureşti, 1928.

II. Periodice (tipărite sau on-line)

A. Autori români

1. *Costin M.N.*, Titlul societar ca varietate a titlului de valoare, cu specială privire la acţiuni, în R.D.C. nr. 3/1998;

2. *David S., Dumitru H.*, Câteva precizări conceptuale privind legislaţia aplicabilă pieţei valorilor mobiliare, în Dreptul nr. 8/1996;

3. *Munteanu C.*, Consideraţii asupra bunurilor incorporale în actualul şi în Noul Cod civil, în Dreptul nr. 3/2010;

4. *Pop R.*, Privire generală asupra valorilor mobiliare: noţiune, istoric, caracteristici şi reguli comune aplicabile, în Dreptul privat al afacerilor nr. 1/2003;

5. *Sârbu N.*, Revista Investiţii şi Profit, nr. 4, mai 2006.

B. Autori străini

1. *Airault D., Frison-Roche M.-A., Revuz J.*, L'efficacité de cession des actions nominatives à l'égard de la société émettrice, în Revue de droit bancaire et de la bourse, no. 36 martie-aprilie 1993;

2. *Attig N., Fischer K.P., Gadhoum Y.*, On the determinants of pyramidal ownership: evidence on dilution of Minority interests;

3. *Aubert J.-L*, A propos d'une distinction renouvelée des parties et des tiers, Rev. trimestrielle de droit civil 1993;

4. *Bonneau Th.*, Typologie des Marchés Boursiers, în Le droit boursier en mouvement, Rev. Jur. Com., novembre 2003;

5. *Brill J.P.*, comentariu la decizia Curţii de Casaţie din 9 ianuarie 1990, în Recueil Dalloz 1990, J.173 spec.;

6. *Alexis Canuet*, Bourse le grand bazar, în Alternatives Economiques n° 297 - décembre 2010;

7. *Causse H.*, Valeurs mobilières : un concept positif, în Les Petite Affiches, 21 octobre 1994;

8. *Dabin J.*, Une nouvelle définition du droit réel, Revue Trimestrielle de Droit Civil, 1962;

9. *Dabin Léon*, Régime juridique des marchés financiers et des valeurs mobilières, Ed. Larcier, 2004;

10. *Dubertret M.*, Portée de l'inscription en compte de valeurs mobilières. Note sous Cour de cassation (com.), 22 octobre 2002, Carrou et autres c. Pontif, Revue des sociétés 2003;

11. *Dubertre M.*, L'impossibilité d'une mention en marge de l'inscription en compte de valeurs mobilières, Revue des sociétés 2008;

12. *Dubertret M., Mangenet D.*, Réforme du droit des titres: commentaire de l'ordonnance du 8 janvier 2009!, Recueil Dalloz 2009;

13. *Emerich Y.*, Les cahiers de droit, vol. 46, n° 4, 2005;

14. *Facciolo F.J.*, A Broker's Duty of Best Execution in the Nineteenth and Early Twentieth Centuries, vol. 26, Pace Law Rev. 155 (2005);

15. *Finnerty J.D.*, Short Selling, Death Spiral Convertibles, And The Profitability Of Stock Manipulation, 2005;

16. *Ghestin J.*, La distinction des parties et des tiers au contrat, JCP 1992.I.3628;

17. *Ghestin J.*, RTD Civ. 1994. nr. 4;

18. *Ghestin J.*, La reticence, le dol et l'erreur sur les qualités substantielles, Recueil Dalloz Sirey nr. 40/1971;

19. *Goutay Ph.*, Qualification et régime du contrat de conservation des titres financiers. Pour une approche moderne et non conservatrice, Revue Banque & Droit n° 126 juillet-août 2009 ;

20. *Guelfucci-Thibierge C.*, De l'élargissement de la notion de partie au contrat... à l'élargissement de la portée du principe de l'effet relatif", RTD Civ. 1994;

21. *Guyon Y.*, Les aspects juridique de la dematerialisations des valeurs mobilieres, Rev. soc., 1984;

22. *Guyon Y.*, Droit du marché et droit commun des obligations. Rapport de synthèse, RTD Com. 1998;

23. *Jaubert P.*, Deux notions du droit des biens: la consomptibilite et la fongibilité, Rev. trim. dr. civ., 1945;

24. *Jensen M.C., Meckling W.H.*, Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 1976;

25. *Jungqvist A., W.J. Wilhelm jr.*, IPO Allocations: Discriminatory or Discretionary?;

26. *Klapper L.F., Love I.*, Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets, Journal of Corpoarte Finance, nov. 2004;

27. *Kramer E.A., Probst T.*, în International Encyclopedia of Comparative Law, vol. VII, editori responsabili K. Zweigert, U. Drobnig şi Martinus, Nijhoff Publishers, 1981;

28. *La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A.*, What Works In Securities Laws?, National Bureau of Economic Reaserch, 2003;

29. *La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W.*, Law and Finance, 1996, NBER Working Paper;

30. *Lanskoy S.*, The Legal Nature of Electronic Money, Banque de France Bulletin Digest – No. 73 – January 2000;

31. *Le Nabasque H., Reygrobellet A.*, L'inscription en compte des valeurs mobilières, Rev droit bancaire et bourse, juillet-août 2000;

32. *Le Nabasque H., Reygrobellet A.*, L'inscription en compte des valeurs mobilières, în Actes pratiques, novembre/décembre 2002;

33. *Le Cannu P.*, L'acquisition de la qualité d'actionnaire, Rev. Sociétés, 1999

34. *Libchaber R.*, Le dépôt d'instruments financiers, Droit et Patrimoine, no. 82, mai 2000;

35. *Manne Henry G.*, Our Two Corporation Systems: Law and Economics, *Virginia Law Review,* vol. 53, no. 2 (Mar., 1967);

36. *Martin D.*, De la nature corporelle des valeurs mobilières, Dalloz, 1996;

37. *Martin D.*, Valeurs mobilières : défense d'une théorie, Recueil Dalloz, 2001;

38. *Martin D.*, La théorie de la scripturalisation, Recueil Dalloz 2005 ;

39. *Muller Y.*, La protection pénale de la relation de confiance. Observations sur le délit d'abus de confiance, Revue de science criminelle 2006;

40. *Prussen Y.*, Le regime de titres et instruments fongible, în Droit bancaire et financier au Luxembourg, Recueil de doctrine, Larcier, 2004, vol. 3;

41. *Reygrobellet A.*, Le droit de propriété du titulaire d'instruments financiers dématérialisés, R.T.D. com., n° 52, avril-juin 1999;

42. *Rudiger Fahlenbrach*, Shareholders rights and CEO Compensation, University of Pennsylvania, 2004.

III. Jurisprudenţă

A. Jurisprudenţă română

1. C.A. Bucureşti, Sector I, secţ. com., dec. din 1927;
2. C.A. Bucureşti, secţ. cont. adm., sent. civ. nr. 3036/2008, nepublicată;
3. Curtea de Casaţie, dec. din 2 februarie 1944, în R.D.C., 1944;

4. C.S.J., secț. com., dec. nr. 1449/1997;
5. C.S.J., secț. com., dec. nr. 191/1996, în Buletinul Jurisprudenței, 1996;
6. C.S.J., dec. nr. 815/1995, în R.D.C. nr. 7-8/1996;
7. Curtea Constituțională, Dec. nr. 1068/2009 și nr. 1120/2009;
8. I.C.C.J., secț. com., dec. nr. 2360/2003, www.scj.ro;
9. I.C.C.J., secț. com., dec. I.C.C.J., nr. 339/2009;
10. I.C.C.J., secț. com., dec. nr. 1355/2007, în Înalta Curte de Casație și Justiție. Jurisprudența Secției Comerciale pe anul 2007. Recursuri în interesul legii în materie comercială, Ed. Hamangiu, București, 2008;
11. I.C.C.J., secț. com., dec. nr. 1271/2004, în Revista română de drept al afacerilor nr. 3/2005;
12. I.C.C.J., secț. cont. adm., dec. nr. 549/2008;
13. C.A. București, secț. cont. adm., sent. din 2.05.2007, în dosarul nr. 8232/2/2006;
14. Trib. Ilfov, secț. I com., P.R., 1923;
15. Trib. Ilfov, secț I com., 13 februarie 1924, P.R., 1928;
16. Trib. Suprem, secț, civ., dec. nr. 1349/1972, în C.D., 1972;
17. Trib. Suprem, secț. civ., dec. nr. 2643/1974, în Repertoriul de practică judiciară în materie civilă a Tribunalului Suprem și a altor instanțe judecătorești 1969-1975;
18. Trib. Suprem, secț. civ., dec. nr. 774/1988, în R.R.D. nr. 2/1989;
19. Trib. Suprem, secț. civ., dec. civ. nr. 647/1969, în R.R.D. nr. 4/1973;
20. Trib. Suprem, col., dec. nr. 2257/1955, în CD, vol. I.

B. Jurisprudență străină

1. *Birch vs. Cooper*, (1889) 14 AC 525, HL;
2. CA Paris, 15e chambre, 19 ianuarie 1994, notă J. Mestre, RTD civ. nr. 4/1994;
3. C.A. Paris, 26 avril 1990, Rev. des sociétés;
4. C.A. Paris, 17 februarie 1988;
5. C.A. Versailles, 28 mai 1998, Bull. Joly. 1998
6. Cass. civ. 13 nov. 1867;
7. Cass. civ. 4 iulie 1876;
8. Cass, 3e civ., 27 martie 1991, notă J. Mestre, RTD civ. nr. 1/1992;
9. Cass. com., 8 février 1994, D. 1995;
10. Cass.com., 14 ianuarie 1969;
11. Cass. com., 19 mai 1998, D. 1998, Juris;
12. Cass. com. 10 juin 1997, Bull. Civ. IV;
13. Cass. com., 12 nov. 1962, Bull. civ. III,
14. Cass. com., 6 févr. 1961;
15. Cass. com. 5 mai 1970, Bull. civ. IV;
16. Cass. com., 12 nov. 1962;
17. Cass. com. 31 mars 1981;
18. Cass. Com., 22 nov. 1988;
19. Cass. req., 17 décembre 1873;
20. Cass. Req. 1er février 1842, D. 1842, 1, 181;

21. Cass. crim., 30 mai 1996, cauza *Société de bourse Tuffier, Ravier, Py*, în Revue Banque no. 48, iulie-august 1996, p. 30, comentariu de F. Peletier et H. De Vauplane;
22. CEDO, decizia pronunțată în cauza *Bramelid și Malmstrom c. Suedia* din 12 octombrie 1982;
23. Civ. 1ère, 2 martie 1960, Bull. civ. I, no. 141;
24. Civ. 1ère, 25 janv. 1961, Bull. civ. I;
25. Chambre civ. de Cour de la Cour de cassation, 1ère, 6 mai 1997, Bull civ., n. 144;
26. Chambre criminelle de la Cour de cassation, arret du 30 mai 1996;
27. Chambre sociale de Cour de Casation, 3 iulie 1953;
28. 1re Chambre civile, 2 may 1990;
29. Com., 22 noiembrie 1998 în Bull. civ. IV, no. 322;
30. Cour de cassation (com.), 22 octobre 2002, *Carrou et autres c. Pontif*, Dalloz. 2003;
31. Crim., 24 feb. 1993;
32. *Jones vs. H.F. Ahmanson & Co.* (1969) 1 C3d 93 [L.A. 29651Cal. Sup. Ct., 7 noiembrie 1969];
33. P. Le Cannu, notă privind decizia C.A. Paris, 26 avril 1990, Rev. des sociétés;
34. *Smith vs. Bouvier*, 1872 WL 11403 (Pa. 1872);
35. Re Copal Varnish [1917] 2 Ch 349;
36. Req., 3 august 1815;
37. Req., 3 mars 1886, D. 1887.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Legea privind piața de capital

Comentariu pe articole

Cristian Duțescu

COMENTARII BECK
Cristian Duțescu
Legea privind piața de capital
Comentariu pe articole
EDITURA C.H. BECK

896 pag., 114,90 lei
ISBN 978-973-115-653-8

Într-o economie marcată de efectele globalizării, într-o perioadă în care efectele crizei mondiale au generat interogații acute cu privire la supraviețuirea sistemului capitalist, analiza normelor juridice care reprezintă arhitectura pilonului central al economiei de piață constituie o necesitate indiscutabilă. Lucrarea realizează un examen critic al textelor legale ce conturează legislația primară a pieței de capital din România, din perspectiva atât a dispozițiilor, cât și a spiritului legislației Uniunii Europene în materie.

În același timp, lucrarea se constituie drept un demers științific având drept obiectiv sprijinirea practicienilor dreptului comercial, magistrați, avocați, consilieri juridici, în efortul acestora de aprofundare a elementelor fundamentale ale unei noi ramuri a dreptului privat - dreptul pieței de capital.

Nu în ultimul rând, activitatea de cercetare a normelor juridice în vigoare are drept rezultat formularea unei game largi de propuneri *de lege ferenda*, necesitatea unor modificări legislative manifestându-se practic în toate domeniile fundamentale ale legislației pieței de capital, începând cu organizarea și funcționarea autorității administrative de supraveghere și control, continuând cu aspectele juridice legate de funcționarea intermediarilor, organismelor de plasament colectiv și operatorilor de piață și culminând cu normele juridice ce reglementează activitatea emitenților și relațiile acestora cu investitorii.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Manipularea pieţei de capital

Cristian Duţescu

Praxis

Cristian Duţescu

Manipularea pieţei de capital

Editura C.H. Beck

600 pag., 49,90 lei
ISBN 978-973-115-358-2

„Manipularea pieţei de capital" reprezintă una dintre primele radiografii detaliate ale faptelor de manipulare a pieţei de capital realizată pe teritoriul Uniunii Europene după adoptarea Directivei abuzului de piaţă, în 2003, de către Parlamentul European, efectuată atât din perspectiva legislaţiei şi recomandărilor Uniunii Europene, cât şi din aceea a jurisprudenţei americane şi europene în materie.

Lucrarea prezintă elementele esenţiale ale funcţionării pieţelor de capital, ca pas premergător analizei conduitelor manipulative, identificând totodată categoriile de persoane care pot juca rolul de manipulat şi manipulator pe piaţa de capital.

Capitolul central este reprezentat de analiza în profunzime a diferitelor forme pe care poate să le îmbrace fapta de manipulare, pornind de la textul Directivei europene a abuzului de piaţă.

Extrem de relevante sunt capitolele dedicate apărărilor ce pot fi formulate în cazul unor acuzaţii de manipulare a pieţei, procedurii de investigare a faptelor suspectate a reprezenta abuz de piaţă, precum şi situaţiilor în care devin incidente normele de drept penal.

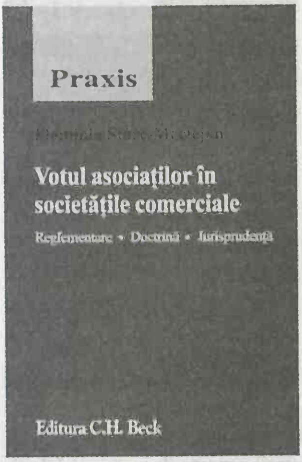
Prezentarea fiecărei forme sub care poate apărea fapta de manipulare este însoţită de jurisprudenţa aferentă, ceea ce facilitează înţelegerea practicii manipulative respective şi sporeşte semnificativ atractivitatea lucrării.

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Votul asociaților în societățile comerciale

Reglementare. Doctrină. Jurisprudență

Flaminia Stârc-Meclejan


Praxis
Flaminia Stârc-Meclejan
Votul asociaților în societățile comerciale
Reglementare • Doctrină • Jurisprudență
Editura C.H. Beck

448 pag., 44,90 lei
ISBN 978-973-115-917-1

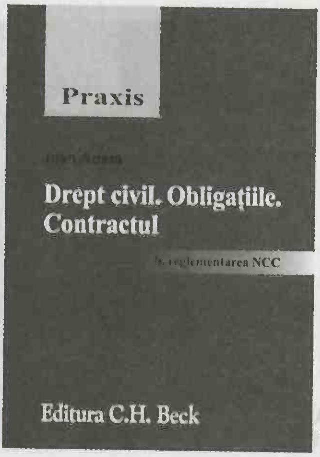
Votul este considerat de majoritatea doctrinei și a jurisprudenței o funcție al cărei exercițiu trebuie să urmărească strict interesul superior al societății, în cadrul unor adunări generale devenite decoruri fără protagoniști. Constituindu-se într-o pledoarie pentru reabilitarea naturii subiective a acestui drept și pentru recunoașterea unei mai mari libertăți a asociaților în exercitarea sa, desigur, în limitele impuse de buna-credință, această carte vă invită să îl redescoperiți.

În urma periplelor tematice în spațiile juridice vecine, francez sau german, ca și în cele ceva mai îndepărtate ale *common law*-ului, veți putea constata că noile provocări, cum ar fi ingineriile juridice ce permit concentrarea controlului în societate sau numărul în creștere al acțiunilor introduse de minoritari, sunt aceleași peste tot, determinând schimbări profunde, ce ating înseși fundamentele dreptului societar. Prin răspunsurile pe care le oferă, cartea favorizează soluțiile cele mai adaptate nevoilor societăților comerciale, într-un moment în care jurisprudența Curții Europene de Justiție încurajează mobilitatea juridică în interiorul Uniunii Europene.

BCU IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Drept civil. Obligațiile. Contractul

Ioan Adam



Praxis

Ioan Adam

Drept civil. Obligațiile. Contractul

în reglementarea NCC

Editura C.H. Beck

768 pag., 129 lei
ISBN 978-973-115-960-7

Ne este dat tuturor, împătimiți ai dreptului – doctrinari, practicieni și chiar studenți – să ne mobilizăm și într-un efort comun să descifrăm tainele a ceea ce reprezintă „Biblia” în materia raporturilor patrimoniale și nepatrimoniale dintre persoane, ca subiecte de drept civil, a raporturilor dintre profesioniști, precum și dintre aceștia și orice alte subiecte de drept civil.

Noul Cod civil reprezintă indubitabil o schimbare – sperăm să fie în bine – și cum orice schimbare reprezintă o nouă provocare, aceasta va da naștere unei diversități de idei și opinii, care se vor coagula într-un iureș continuu ce se va revărsa „în râuri de cerneală”, care se vor consuma până la epuizarea vastului subiect.

De asemenea, este indubitabil că noi toți truditorii dreptului ne vom despărți foarte greu de Codul civil de la 1864, de sorginte napoleoniană, care a modernizat România, categoric vom fi nostalgici, dar în egală măsură având în vedere că pe valorile perene ale vechiului cod s-a fundamentat Noul Cod civil, ne revine nobila misiune de a ne uni eforturile pentru a descifra secretele acestui act normativ.

Plecând de la prezumția că nimeni nu se poate apăra invocând necunoașterea legii, uriașul efort colectiv va trebui să fie direcționat pentru a face ca prevederile Noului Cod civil, prin care s-a urmărit revoluționarea legislației civile, să fie înțelese în limbajul juridic contemporan, adaptat la aceste realități, în deplină concordanță cu legislația Uniunii Europene.

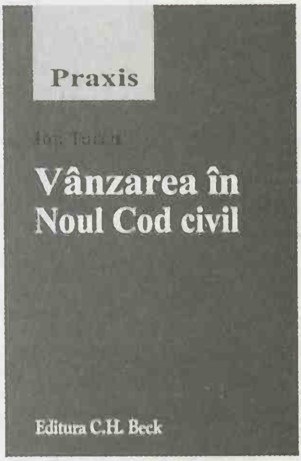
Lucrarea de față este o invitație, o provocare, în tranziția necesară și obligatorie de la vechile prevederi în materie către noile exigențe impuse de actualul context legislativ.

Autorul

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Vânzarea în Noul Cod civil

Ion Turcu


Praxis

Ion Turcu

Vânzarea în Noul Cod civil

Editura C.H. Beck

856 pag., 149 lei
ISBN 978-973-115-961-4

Monografia profesorului Turcu, pe o întindere de cca. 800 de pagini, prezintă **vânzarea – regina contractelor** – integral în reglementarea Noului Cod civil. Spre deosebire de monografiile publicate până în prezent, la noi și în alte părți, consacrate acestui contract, cartea profesorului Turcu tratează contractul împreună cu obiectul său și nu izolat. Aceasta contribuie la o mai completă înțelegere a vânzării, cel mai uzual contract. Totodată, lărgește substanțial sfera persoanelor interesate de acest contract.

Talon de comandă

Titlu / Autor	Exemplare

CORESPONDENȚĂ RĂSPUNS
C.R.
SE TAXEAZĂ LA DESTINAȚIE

DESTINATAR

Editura C.H. Beck - București, O.P. 83, C.P. 90
Tel.: +40 21 410.08.47; Fax: +40 21 410.08.48
E-mail: comenzi@beck.ro
Cont: RO06RZBR 0000 0600 03338540 Raifeisen Bank, Ag. Sebastian
Cont: RO82FNNB001201052424RO02 Credit EuropeBank (Rom) - Suc. Doamnei
Cont: RO08TREZ7005069XXX002640 ATCP Municipiul București

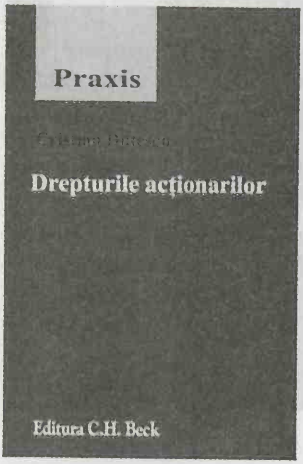
C.H. BECK

UAIC CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

Dreptul acționarilor

Ediția 3

Cristian Duțescu



B.C.U. „M. EMINESCU" IAŞI

624 pag., 84,90 lei
ISBN 978-973-115-669-9

Drepturile acţionarilor realizează o analiză a normelor legale de drept societar şi de dreptul pieţei de capital aplicabile deţinătorilor de acţiuni, fie că acestea sunt listate sau sunt nelistate, din perspectiva amplă a dreptului comunitar şi a soluţiilor jurisprudenţiale adoptate pe teritoriul Uniunii Europene şi în România în ultimii ani.

Lucrarea vizează cu precădere utilitatea practică a normelor juridice incidente drepturilor acţionarilor, fără a omite fundamentarea teoretică a fiecărei soluţii propuse sau analizate, evitând interpretările rigide rupte de realitatea economică.

Cartea prezintă utilitate atât pentru profesioniştii dreptului, avocaţi, magistraţi, consilieri juridici, cât şi pentru toate categoriile de investitori, instituţionali sau individuali, acţionari majoritari sau minoritari, administratori de societăţi comerciale sau de fonduri de investiţii, manageri etc.

EXPEDITOR

Nume persoană de contact:
Firmă:
Strada:
Nr.: *Bl.:* *Sc.:* *Ap.:*
Localitate:
Județ/Sector: *Cod poștal:*

Banca:
Cont:
CUI/CNP:
Nr. Reg. Com.:
Telefon:
Fax:

Achitat cu OP/Mandat poştal nr.: ______ Semnătura: ______

Editura C.H. Beck este înregistrată ca operator de date cu caracter personal sub nr. 4398. Datele dvs. de înregistrare sunt confidenţiale şi pot fi folosite doar în scopuri asociate comercializării produselor Editurii C.H. Beck. Preţurile pot fi schimbate în orice moment, fără notificarea prealabilă a clientului, iar comenzile se onorează în limita stocului disponibil. Aşteptăm cu interes răspunsul dvs.

IASI CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY

2012/85
99,90

Praxis

Economia de piață are doi piloni fundamentali: creditul și piața de capital. De esența sa este însă piața de capital, întrucât creditul există în orice formă de organizare umană.

Funcționarea piețelor financiare trebuie să vizeze realizarea unui interes public. Ignorarea acestui deziderat, prezența mult prea diluată a dreptului pe piețele de capital a reprezentat, la sfârșitul anului 2007, o cauză centrală a declanșării crizei financiare globale.

De aceea, un examen științific al tranzacției bursiere, al actului translativ de proprietate care transferă în zilele noastre cele mai mari valori, realizat în cadrul unei ample lucrări, reprezintă un demers necesar. Propunerile *de lege ferenda* care rezultă în urma acestei analize nu sunt decât expresia firească a unei duble necesități: aceea de creștere a încrederii investitorilor în piața de capital din România prin introducerea unor norme clare, facil de pus în aplicare și aceea de integrare a dreptului pieței de capital în sistemul de drept român, parte la rândul lui a arhitecturii juridice a Uniunii Europene.

Preț 99,90 lei
ISBN 978-973-115-980-5
9789731 159805
www.beckshop.ro

BCU IASI/CENTRAL UNIVERSITY LIBRARY